金融精英卓越计划系列

PROPERTY FINANCE

An International Approach

一部书搞懂房地产融资决策的所有核心问题

基本理论·法律问题·交易原则

房地产金融

一条国际化道路

[意] 贾科莫·莫里（Giacomo Morri） 安东尼奥·马扎（Antonio Mazza）◎著

吴琦 葛斐◎译

中信出版集团 CHINA CITIC PRESS

版权信息

书名:房地产金融：一条国际化道路

作者:[意]贾科莫·莫里 [意]安东尼奥·马扎

译者:吴琦 葛斐

ISBN:9787508663630

中信出版集团制作发行

谨以此书献给我的母亲、父亲和姐姐米琪拉（Michela）。

——贾科莫

谨以此书献给我的父母和兄弟姐妹，以及我的妻子玛塞拉（Marcella）和我可爱的孩子马丁娜（Martina）、斯维瓦（Sveva）和洛伦佐（Lorenzo）。

——安东尼奥

序1

我很荣幸受两位作者和亚历山德罗·P·斯卡索（Alessandro P. Scarso）教授之邀为《房地产金融：一条国际化道路》这一富含思想的书籍作序。

我有幸先睹为快，成为这本书的第一位读者。我认为它是最实用、最简明的房地产融资指南。以房地产融资的基本原理为基石，作者深入分析了结构性房地产融资的前沿问题、贷款协议、子弹式付款、财务杠杆对房地产投资的影响、结构性房地产融资案例、混合融资形式、巴塞尔协议对房地产融资的影响。大量的问题分析和案例分析是本书的一大特色。

本书并未效仿经典的教科书式写作风格。恰恰相反，作者首先引出法律问题，然后从不同的视角提出切实可行的法律对策，以促进房地产融资交易的达成。因此，对于希望短时间内清楚了解房地产融资法律体系概况的银行业从业者、律师和商人以及法学院和商学院的学生而言，这本书非常具有吸引力。

细节决定成败。除了提供可用于房地产融资交易不同目的的各种定制化方案，本书还对商业实务中很容易忽略的法律细节给予了足够的重视。例如，由于大多数房地产融资交易失败的原因可以归结为尽职调查的失败，本书详细阐述了尽职调查阶段的注意事项，尤其是在法律尽职调查阶段。

为了易于阅读，本书第二部分还提供了非常实用的操作指南，回答了一些主要司法管辖区关于房地产融资的常见问题。这些司法管辖区不仅代表了发展中国家与发达国家和地区，也可以反映大陆法系和英美法系的不同特点。房地产融资在不同司法管辖区的比较性研究在全球化时代尤其重要，因为任何房地产融资交易都可能对国际参与者或处于另一司法管辖区的房地产产生法律影响。本书成功指明了不同国家和地区的房地产融资体系的主要区别。当然，作者也提供了适用于七大司法管辖区的统一问卷，鼓励读者寻找不同的司法管辖区的共通性。

作为一名中国商法学者，我特别欣喜地发现本书非常准确地介绍了中国有关房地产融资的法律规定。的确，中国根据其自身市场条件和最佳的国际惯例发展出了一套复杂的房地产融资原则和制度安排。除了2007年颁布的《物权法》和1995年颁布的《担保法》等法律法规之外，中国最高人民法院的司法解释也在厘清模糊不明的法律条文方面起到了重要作用。

当然，中国法律是否认可独立担保还有待讨论。在第九章的第三个问题的答案中，本书写道："中国法律目前为止仍不承认独立担保。这意味着任

何类型的担保，甚至在确立之后，仍是主债（即贷款合同）的附属部分。”在我看来，中国的法院显然是认可国际商业交易中确立的独立担保的。其依据是中国《担保法》第五条的例外阐述：“担保合同是主合同的从合同，主合同无效，担保合同无效。担保合同另有约定的，按照约定。”2013年，我曾受邀向中国最高人民法院提供独立担保司法解释草案中关于认可国内商业交易中独立担保的可能性的法律意见。

最后但同样重要的是，我很感激这两位杰出作家的辛苦工作。当我需要在书店数以百计同一主题的书中选择一本书时，我通常更关注作者的声誉与背景。贾科莫·莫里、安东尼奥·马扎和亚历山德罗·P·斯卡索完成这本书不仅依靠他们多年的教学与研究成果，而且依靠他们在房地产金融领域丰富的实践经验。作为一名中国法律学者，我个人从阅读这本书中获益良多。我鼓励读者们分享它所呈现的宝贵知识。

刘俊海教授

中国人民大学法学院商法研究所所长

中国消费者协会副会长

中国法学会消费者权益保护法研究会副会长兼秘书长

北京，2014年8月

序2

房地产行业在经济中的作用举足轻重。由欧洲不动产协会（EPRA）和欧洲非上市房地产运载装置投资者协会（INREV）委托开展的关于商业房地产在欧洲经济中的作用和重要性的研究成果表明，所有形式的房地产占到经济活动的近20%。仅商业房地产行业在2011年对欧洲经济的直接贡献就达到了2 850亿欧元，相当于经济总量的2.5%，比欧洲汽车工业和通信行业之和还多。直接雇用的员工有400多万人，不仅多于汽车工业和通信行业之和，还超过了银行业。新建商业房地产建筑和现有建筑的翻新和开发的平均投资额每年接近2 500亿欧元，相当于欧洲经济总投资额的10%或等同于丹麦的GDP（国内生产总值）。房地产投资所产生的稳定现金流是欧洲储户和养老金领取者的多元化投资组合中一项重要的收入来源。不同形式的房地产占到欧洲养老金基金和保险公司总投资的6%，即7 150亿欧元。直接持有是最常见的房地产投资形式，但以非上市基金或上市房地产公司和房地产投资信托（REITs）形式进行的间接投资也正变得愈加重要。

相对于它的重要性而言，对房地产的研究还不够。同时，在教育产品的数量和质量上，大学本科水平和研究生水平的房地产教育也远远落后于其他行业。令人诧异的是，尽管资本机构化决策的重要性不言而喻，但市场参与者对不同权益和债务类型的各种可能性结构化选择如何影响房地产投资风险的理解仍存在局限性。全球金融危机的爆发和随后大量贷款方（银行、保险公司和其他金融中介）从愿意提供大额资本到明显不愿意继续提供具有之前债务水平的资本的迅速转变，加之一些市场参与者从全球债务市场完全撤离，以及贷款方对约定事项和利差的要求进一步提高等造成的影响开启了房地产行业所有市场参与者痛苦的学习过程。从日益枯竭的债务市场可以看出，债务和股票市场正经历着剧烈的持续变化，以适应借方、贷方和权益投资者的需求。

通过本书，安东尼奥·马扎和贾科莫·莫里以一种理想的方式解决了房地产从业者和学术界的认知矛盾。马扎和莫里创作了一部基于强劲经济金融规则、可与管理式金融领域书籍相媲美的独特的房地产金融教科书。本书的内容和结构可以满足所有房地产融资决策过程中的参与者和硕士阶段涉及房地产领域的学生的需求。本书首先按照传统方式区分和解释了作为框架的一般融资决策的基本原理，然后迅速过渡到西方领先经济体以及中国和印度的房地产融资实务。本书最大的价值和特色在于理论和实践的无缝对接：理论基础让我们更好地理解房地产资本市场，它的机构、法规、结构和实例和计算，案例分析让这本书更加实用。

我十分希望目标读者能通过阅读此书来提高房地产融资的知识和专业水平。

马赛厄斯·托马斯教授、博士

欧洲非上市房地产运载装置投资者协会首席执行官

阿姆斯特丹/布鲁塞尔，2014年8月

序3

全球金融危机证实了在房地产市场中适当准确的融资模式的重要性。自那时起，开始产生一系列的深刻变化，房地产市场逐步形成了新的结构、特点和观点。此外，变化也延伸到了房地产市场与其他行业（主要是资本市场和银行业）之间的关系。席卷全球市场的经济危机揭露了很多事实。其中一个常见的现象是：在全球占有一席之地的参与者在克服本地危机时处于更有利的位置，因为其能以某些国家的经济增长抵消另一些国家的周期性经济衰退。通过参与国际市场，公司可以用从新兴国家获得的利润补偿在发达国家所产生的损失。因此，为了在不同市场之间实现风险分散，国际投资者可以通过在全球范围内收购房地产建立起房地产投资组合。

同样的机制也作用于房地产融资行业。专业发放商业房地产贷款的金融机构长期以来意识到市场的全球化是一个重大机遇，因为它们可以在全球范围内对房地产市场进行融资，从而防止某个国家的房地产危机或经济衰退造成违约。这种做法也被这些金融机构的所有利益相关者，包括股东和资产担保债券（通常被当作房地产融资来源之一）持有者所认同。

本书的目的是描述和呈现发生在任何地方的所有结构性房地产融资共有的因素。这种“共有”可以是全球性的或区域性的。

全球因素涉及的是技术、经济、法律和金融变量。操作者在为购买全球任何地方的房地产进行融资时必须分析这些变量。它们包含经济和金融问题（融资实质），以及法律考虑因素（融资形式）。

除了其他议题之外，本书第一部分主要讲述了与银行和其他金融机构房地产融资操作流程相关的问题、结构性房地产融资谈判、条款书的起草和约定事项的嵌入，以及金融机构通常要求提供的担保。此外，第一部分还补充了不同形式的实务分析，如关于如何阐述问题的，以及主要运营和技术工具的案例和财务模型。

但任何结构性融资操作都不可避免地要考虑投资主体（房地产）相关的局部因素。因此，当地市场专家为了确定房地产的价值和回报必须进行评估。毋庸赘言，这些因素包括民法、税收和融资房地产所在国执行的城镇规划法规。其中，与房地产融资相关的法律框架（对贷款协议下的担保进行规定）和程序规定（适用于个人担保和物权担保的执行条款）是最为重要的。

恰恰出于这方面的考虑，本书的第二部分通过向相应国家和地区房地产融

资杰出专业律师提出相关问题的方式勾勒了7个最重要的司法体系的特性。因此，读者可以更深层次地思考与任何给定司法管辖区相关的问题，并在不同法律体系下进行比较。

一方面，这种双向方法极其实用；另一方面，读者可以通过概览的方式快速掌握房地产行业结构性融资的关键领域。同时，从一开始就可以让读者理解及运用全球范围内最常用的操作工具。

我们希望此书可以帮助读者更好地理解房地产融资的奇妙世界。

贾科莫·莫里 安东尼奥·马扎

圣克利门蒂/基亚（Chia），2014年7月

第二部分导言

无论在何处申请或授予房地产贷款，房地产融资领域要求必备的核心能力（广义上包括房地产的融资和营销，以及房地产和应收租金收入的证券化）对所有专业操作者而言都是一样的。

本书的作者将这一事实作为阐述以下内容的出发点：从借方的鉴定到结构性融资不同阶段的尽职调查；从特定贷款支取安排到还款计划；从银团贷款相关问题到借方在混合融资贷款相关的业务风险中的“直接”参与形式。在这样的背景下具有启发性的事实是，大型专业机构的操作者通常也具有当地优势，这是它们对财务回报与风险完美匹配的恒久不变追求的一部分。显然，这取决于投资组合和单个资产风险偏好的最优化。

从严格的技术角度而言，核心能力是完全相同的。如果暂时不考虑这一点，与结构性融资相关的程序显然不可能独立于法律框架。法律框架的相关性不严格局限于关于合同工具选择的规定。的确，对法律地位各种衍生层面的严格检查是必不可少的：从民法（广义）的问题（包括担保的可执行性和涉及告慰函问题情况下的担保人的债务）到集团背景下公司法的各种问题［包括授予特殊目的载体（SPV）的贷款的常见实例，此类问题取决于集团内部的融资安排、实际管理和控制实体的预期债务］；从税法（毋庸赘言，结构性融资的定义不可能不考虑税收的影响）到与不良贷款（对房地产融资进行全面评估时显然不能忽略这种情形）和借方自愿安排方案或破产程序相关的民法和破产法的程序问题。

从上述跨学科的角度和选择的超国家范畴来看，作者将“技术”部分（设法阐明房地产融资相关的核心能力）和概述部分进行了匹配。概述部分讲述了选取的司法管辖区的立法问题，吸收了各个法律体系中著名房地产融资专家的贡献。

当然，出于研究的简练要求，本书没有给出与房地产融资操作相关的各种复杂法律问题的例证。同理，我们没有进行无意义的技术解释，而是强调了“操作”，直接为从业人员提供了在每个法律体系下适用于房地产融资的具体法规的最重要方面的概要。

在此背景下，无论大陆法系和英美法系有多少结构性差异，从业人员都可以找到一些明确的解释，如与传统抵押工具相比，德国更偏爱使用土地债务工具作为房地产贷款主要工具的原因。本书将解释即使借方是由工业集团控制的SPV，在中国仍不能使用责任书或要求告慰函的原因。本书也将揭示意大利贷方倾向于避免对处于困境的借方的管理进一步蚕食的原因

（即使——至少原则上——意大利贷方在借方股东会上享有表决权）。

本书涉及的法律问题无疑反映了作者在房地产融资领域积累的深厚经验。这体现在他们意识到了特别是与房地产融资相关的决策必须采用跨学科的观点。房地产融资基本理论问题的解释与它们的“操作”含义（对单个结构性融资操作进行阐述的案例对此做了充分说明）的巧妙结合对本书的分析进行了补充。

贾科莫·莫里和安东尼奥·马扎发表其研究的日子正好处于由美国次贷危机引发的欧洲和美国长期经济衰退的余波震荡之时。

众所周知，这次自大萧条以来最严重的和平时期的危机——经济和金融危机很大程度上是由日益复杂的房地产融资操作和教科书式融资理论基础之间的渐行渐远造成的。

在此背景下，在房地产融资理论和房地产融资工具（以及正确衡量配置风险的工具）的实践意义之间实现折中的房地产融资研究的目的无疑是让房地产融资操作者（主要处于私营部门）更加意识到他们各自的责任。的确，也许绝非偶然，美国总统巴拉克·奥巴马最近承认，私营部门对其核心作用和责任的认识是“确保我们刚经历的危机永远不再发生的坚实基础”。注

亚历山德罗·P·斯卡索

米兰/法兰克福，2014年8月

---

1. 来源：巴拉克·奥巴马于2013年8月6日在菲尼克斯市（亚利桑那州）发表的《负责任的住房自有》（*Responsible Homeownership*）的演讲：“首先，私人资本在抵押市场中的地位更加重要……我认为，在我们的住房制度必须承担有限的政府职能的同时，私人借贷必须成为住房市场的中流砥柱……其次，不能再让纳税人被不负责任的行为或错误的决定套牢。我们鼓励追求利润，但当你追求利润的行为让整个国家陷入险境之后再期望得到救助的时代已经结束了。”

致谢

正是在亚历山德罗·P·斯卡索的支持下，这本书才得以出版。我们不仅感谢亚历山德罗宝贵的专业支持，最重要的是感谢他从一开始就对这个项目的信任。亚历山德罗为第二部分贡献了国际比较法的视角。我们也诚挚感谢在第二部分提供相关报告的所有作者和相关的律师事务所（按各司法管辖区的字母排序）：泰乐信律师事务所驻上海代表处[Taylor Wessing（Shanghai）]，英国伦敦的纳巴罗律师事务所（Nabarro LLP），法国巴黎/斯特拉斯堡Schulze & Braun律师事务所的帕特里克·埃雷特（Patrick Ehret）和桑德拉·英格尔斯（Sandra Inglese），德国慕尼黑PLUTA Rechtsanwalts律师事务所的克里斯托夫·凯勒（Christoph Keller），印度新德里Amitabha Sen律师实务所的普拉加蒂·安雅（Pragati Aneja）、尼希特·纳格帕尔（Nihit Nagpal）、普尼特·达万（Puneet Dhawan）、马扬克·库玛（Mayank Kumar），意大利米兰PLUTA律师事务所的亚历山德罗·P·斯卡索（Alessandro P. Scarso），西班牙巴塞罗那PLUTA Abogados y Administradores Concursales律师事务所的乔奎姆·萨拉特（Joaquim Sarrate）。通过深入分析和在各自的法律体系中进行房地产融资的第一手经验，他们确保了本书与全球多个国家和地区的相关性。

我们特别感谢保罗·贝内德托（Paolo Benedetto）（博科尼商学院和Europrogetti & Finanza公司）。作为一名活跃的学者和房地产专家，他与作者一起工作了多年。感谢他作为一名项目经理的出色工作和他一直以来对整本书的细心审核，以及他在项目所有阶段中不可或缺的可靠协助。

我们还十分感谢费德里科·恰瓦扎（Federico Chiavazza）（博科尼商学院和Avalon房地产公司）、安德烈亚·阿蒂贾尼（Andrea Artegiani）（博科尼大学理科硕士）和米歇尔·蒙特罗索（Michele Monterosso）（荷兰国际集团商业银行）对我们的支持。

托马·罗伯茨（Thoma Roberts）在操作层面给了我们重要协助。他将本书的部分内容从意大利语翻译成英语，并在语言审核阶段给予我们支持。

最后但同样重要的是，我们衷心感谢PLUTA-Rechtsanwalts股份有限公司、Studio Legale PLUTA股份有限公司和PLUTA Abogados y Administradores Concursales SLP公司给我们提供的慷慨财务支持。

本书所有不足之处自然仅由作者承担责任。

读者指南

第一部分讲述的是所有房地产融资中常见的经济和财务问题。第一章（房地产融资概论）对结构性融资进行了概述，着重强调了公司融资（贷方分析的对象是法律实体）和项目融资（重点在于现金流和银行获得借贷资本的方式）的区别。第二章（结构性房地产融资）讨论的是房地产行业的银行贷款，而第三章（贷款协议）的内容包括银行融资协议结构和主要条款的详细讨论。第四章（贷款偿还、利息和重新谈判）再次从实务的视角论述了利息收取的方式，概述了资本偿还计划和贷款偿还遇到困难时对条款重新谈判的可能性。第五章（财务杠杆对房地产投资的影响）进一步讨论了财务模型，并通过案例对财务杠杆机制和不同投资风险水平导致的结果进行了概述。为了更好地理解房地产融资的合约和财务动态分析，第六章（结构性房地产融资案例研究）举例分析了典型房地产操作相关贷款协议的条款书和评估房地产财务可持续性的模型。第七章通过对混合融资形式和更传统的银行贷款形式的论述，介绍了交易成果对资本进行部分补偿的一种资本形式。第八章（巴塞尔协议及其对房地产融资的影响）阐述了巴塞尔协议对房地产融资的影响，将读者拉回到实用程度较低的问题进行讨论。尽管不会每天碰到这些问题，但它们对于理解房地产融资动态而言非常重要。

在第二部分，专业从事房地产融资的著名律师通过回答既定的一系列问题详细描述了7个司法管辖区（中国、英格兰和威尔士、法国、德国、印度、意大利和西班牙）房地产融资的特性。第二部分涵盖了第一部分所提出的大多数问题，在关于各个管辖区结构性融资交易方面提出了包含实践经验的深刻见解。

本书涉及关于合同条款和将融资合同转换为数字的财务模型的许多案例。计算表免费开放了微软Excel格式。读者可以通过公式自行模拟计算以便理解财务模型是如何构建的。在www.morri-mazza.com网站还可下载案例相关文档和本书主要问题的进一步讨论和更新：

- 新的学术和专业论文
- 关于论题的网页链接
- 每章的PowerPoint演示（便于汇总主要内容用于教学目的）

此外，我们在准备并向教学人员提供个性化和定制的PowerPoint演示。

本书面向所有希望使用房地产融资通用语言参与资本市场的所有参与者（金融机构、投资者、技术顾问、律师、经纪人等）。本书易于阅读的写作方式可以让读者以全局视野分析与房地产融资相关的主要问题。同时，本书提供了有关操作的合同基础和财务基础的详细实务分析。本书也面向希望进一步思考结构性房地产融资相关问题中任何问题的大学生。

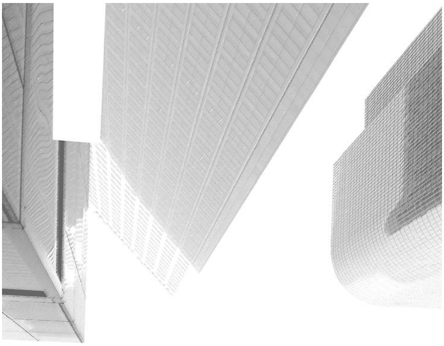
毋庸赘言，虽然本书的目的在于对房地产融资中的常见因素进行概述，由此阐述国际范围内适用的原则、规则和技术，但出于惯例的考虑，所有的案例均以欧元计价。当然，即使使用美元、人民币或任何其他货币也不会造成任何改动。选择欧元似乎最能表达本书的国际化视角，因为欧元将许多国家纳入单一货币体系，它是国际化的一个标志。

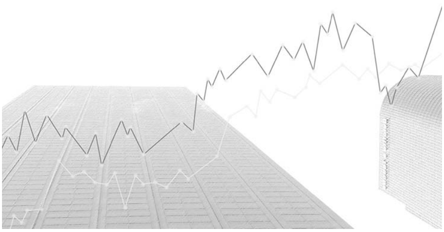
欢迎读者对本书进行评论、批评、建议或提供信息,您可以发送邮件到author@morri-mazza.com。

Property Finance

第 一 部 分

第一章
房地产融资概论





广义上的融资包括所有来源的资本投资。这个定义本身就同时涵盖了债务和权益两方面。融资这一术语甚至适用于任意形式的可用于投资项目融资的资本。这类融资项目的范围从相对传统的形式到更具创新性的形式，不仅包括权益资本的使用，同时也涵盖各类形式债务资本的使用。

投资融资的程序极其重要，因为在使用债务时就有可能降低投资资本的成本，从而增加投资的最终经济效益。此外，要进行一项盈利性投资，必须在融资上具备可持续性。例如，必须获得必要的资源。最后，由于利息支付的成本是固定的，为了确保没有过大的融资风险，所有流程必须以稳定平衡的方式进行。的确，如果利息支付的成本超过了一定的界限，较低成本的资本的经济效益就将降低。同时，由于贷方施加过多的限制，也将使得投资过于复杂。

1.1 融资的形式：债务和权益

用于投资融资的各类资本形式分布在（纯）债务和（纯）权益这两个极端范围之间。对这二者的主要特点进行定义，可能会对理解每种融资形式如何最恰当地使用有所帮助。

1.1.1 债务

债务资本的特点：

- 它是合同确定的一项显性成本
- 它的成本（例如，形成了贷方的不同报酬）和进行融资的投资的实际回报之间没有任何关联
- 很多情况下它的税收是可减免的

债务的成本是显性成本，因为它取决于借方[注]和贷方之间的合同约定。由于必须支付一定数量的货币，此项成本是非常明确的，并且（受制于某些限定，比如在违约的情况下）与进行融资的投资的实际回报相互独立。此外，合同里会事先明确规定了偿还的流程和到期日。

另外，在大多数税制里，债务利息的税收是可以减免的[注]。因此税负的减轻对权益报酬的增加有一定的贡献。虽然这个特点使利用债务具有了融资优势[注]，但即便在没有税收优惠的情况下，债务融资仍可能基于各方面原因被采用。例如：

- 资本限额（缺乏权益资本）
- 风险分散
- 预期收益的增加（伴随着更高的风险）
- 对管理层的控制更强

房地产投资，由于其规模巨大，通常涉及大额的债务融资。实际上，大多数经营者受制于资本限额，因为他们无法获得所有创造价值的正净现值（NPV）项目实施所必需的全部资本。特别是，现在的房地产市场还不够高效，无法迅速为正净现值的项目配置资源。因此，这些项目往往由于缺

少足够的融资而无法开展。此外，对于许多投资者而言，债务融资的资源十分重要，因为他们可能希望将其权益资本分配给几个投资项目以降低风险在整个投资组合中的集中程度。可以享受税收减免的投资者通常会进行这种操作。尽管没有税盾收益，但为了使房地产投资组合更加多元化，他们仍会使用杠杆。

在其他情形下，比如对于机会主义基金而言，对高回报的追求导致融资的运营风险增大了（有时已经很明显），但却不直接创造价值（从产生更高净现值的意义上说），因为更高的回报（更大的权益现金流）被更高的风险（权益预期回报或因此变得更高的贴现率）抵消了。

最后，为债务服务的需求虽然与房地产投资的关联性不大，但作为代理成本，它限制了管理者的自主权并且更便于投资者控制。

显然，房地产很适合进行大额债务融资，因为它们无法隐藏，容易作为抵押品使用。它们的价值可以较为精准地计量。且由于可以进行抵押担保，它们是优质抵押品的代表。此外，房地产行业的破产成本比其他行业（如制造业或服务业）登记的破产成本要低，因为房地产的价值不容易受到所有者和持续经营的公司的影响，尤其是当它已经存在或已经产生收入时。对于单项资产的变卖价值通常与运营价值无关的公司而言，情况就有所不同了。然而，即使在房地产行业，尤其是在开发项目中，当开发商的角色成为影响项目操作顺利完成的根本因素时，复杂性也可能大大增加，从而导致破产成本的增加。

显然，有抵押贷款的房地产对债务进行担保的可能性，降低了贷方暴露这些投资类型通常会涉及的风险的程度，并因此增加了它们对此类项目融资的好感。然而，抵押品的价值很大程度上受到立法制度和能让它们有效执行的执法程序时间尺度的影响。

房地产融资协议可能有许多不同的形式。根据具体项目、参与方和市场状况的特点，可以对其进行特定的调整。

在一个长时间内不断发生显著变化的行业里，贷方在推动使用更先进技术如夹层融资和私募股权融资取代传统银行融资工具这一方面也起着重大作用。根据贷方决定承担的风险程度，他们会相应地得到一部分利润，并在资本结构中扮演更为重要的角色。

目前融资方法可以分为两大类别：

- 融资工具：确定一个特定的合约形式（如抵押贷款、融资租赁或普通股）
- 融资技术：指定由多种融资工具（如有抵押贷款和股权酬金的混合夹层融资）构成的融资方式

因此，融资技术假定同时组合使用不同的融资工具以最大限度地满足更加复杂和详细的要求。

1.1.2 权益

权益包括股东贡献的一切形式的资本和所有与之相关的货币。除了实收资本或投入资本之外，如果存在留存收益和库存股，权益还应包括这两项。权益的特点有：

- 它是一项隐性机会成本
- 它是一项报酬，其多少取决于实际的经济绩效，它的支付晚于对其他所有投资者的支付
- 无税收减免

与债务融资相反，权益的特点是不存在偿还到期日或任何形式上的偿还义务。预期报酬将主要取决于对整体风险的认知。这其中包括经营风险（投资类型、流程和行业）和财务风险（享有比权益更高特权的资本数量）。

最后，在夹层融资或优先股中还存在一种混合资本形式。由于它兼有债务资本和权益资本两者的特点[注]，所有不能简单定义为债务资本或权益资本（例如利润参与贷款、可转换债券和次级贷款）的混合资本形式都可归于此类。

1.2 用一种不同的方式理解房地产融资

理解融资概念的另一种方法是，把股东（权益）和银行（债务）视作在同一投资上以不同方式贡献资本的两个合伙人。贡献权益的一方有权对交易

进行控制或管理，并且在银行获得报酬后，享有分配剩余利润的权利。与之相比，虽然银行的控制力较弱（或甚至只是通过契约和抵押进行间接控制），但它有优先偿付的权利。

但由于双方提供的资本权重对净结果产生的影响是不同的，因此我们不可忽视税收在资本结构中所起到的重要作用。银行合伙人的高额投资（例如高比例的债务融资）本质上会对税收产生一定作用（因为利息的税收是可减免的），从而影响提供权益资本的其他合伙人的净报酬。

在分析实际的房地产融资案例时，从投资发起人（通常为权益投资者）的视角进行思考不失为一种恰当的方法。投资发起人必须评估资本结构的可持续性；银行（贷方）同样考虑这种问题，但它的视角（明显）不同。在寻找可获得合理投资资本回报的投资项目时，双方的目标在任何情况下都应是一致的。相应地，对于项目发起人（权益投资者）和银行（债务投资者或仅作为贷方）而言，投资分析方法不应有所区别。

1.3 企业融资和项目融资

与其他融资形式相比，房地产融资有一个共同的特点，即借方通过抵押的房地产的价值和由此产生的预期现金流获得所需的融资资源。

虽然从融资的角度来看，房地产资产可能简单明了，但它也可以通过高度复杂的结构和方法进行融资，而不再仅仅通过传统的方式，比如抵押贷款。很长时间以来，房地产行业的融资工具都十分有限。抵押贷款可以在相对较长的一段时间内把借方与银行绑定，加之抵押担保使风险相对可控，因此银行对其一直青睐有加。抵押贷款长期占据主导地位。但现在，尤其自全球金融危机以来，银行也逐渐转向项目融资方案，以对房地产融资更为慎重。在项目融资方案中，银行也站在与权益投资者相同的视角对单个交易进行评估。借方管理能力的可靠性仍然十分重要，但分析的重点越来越多地集中在项目本身。

考虑到房地产项目和投资以及特殊目的载体三者之间有很多重叠部分，在现实中很难将它们区分开来，因此公司和项目之间的区别可能显得有些理论化。我们可以从项目融资安排和抵押贷款两者的区别这一角度进行考虑。项目融资安排（顾名思义，它是一种项目融资工具）的回报与项目生成现金流对投资者进行偿付的能力相关联。而抵押贷款（是用于资产融资的一种工具）的偿付在很多情况下取决于资产的价值和其上登记的抵押。

根据未来产生现金流进行偿付的能力，投资项目通过债务或是权益的形式获得融资。根据不同的贷款对象，采取某一种特定的融资方式：

- 企业融资，重点是贷款给某个主体（例如一家公司）
- 基于资产的融资，其借贷行为直接与某个特定的资产（例如抵押贷款或融资租赁）相关联
- 基于现金流的融资，贷款给某个项目（例如房地产开发项目或公私合营的项目）

基于上述采用的融资方式，贷方要求的担保会有所区别。相应地，风险状况也不一样。在企业融资方式下，对公司状况的评估在贷款的担保方面具有重大意义。但采用基于资产的融资方式时，担保的抵押价值起主导作用。而在基于现金流的融资方式下，项目现金流的质量和波动性是至关重要的。当项目没有外部担保时，后两种方式在房地产融资中越来越成为主流。但较大的房地产公司或基金仍往往采用企业融资方式，尽管这种融资方式要求必须有房地产进行抵押。

企业融资方式和项目融资方式的根本不同在于所使用的资信评估。此外，项目融资安排可能更加灵活，因为它会根据具体的交易进行调整。相比之下，它的结构也更加复杂。

根据企业的融资方式，贷方可以使用公司账户作为基本工具，对实施投资计划的公司的经济状况和财务平衡进行评估，同时还将分析新的投资和相关融资对这些账户的影响。明确影响公司业绩的内部因素（如战略和资产）和外部因素（如竞争者的行为、市场表现、行业和经济总体），对公司未来的业绩进行预测是很有必要的。

而从项目融资的角度来看，评估关注的是项目的经济状况和财务平衡。这可以通过设立专门的特殊目的载体（SPV），从法律和财务上把项目与发起人的其他资产分离，对项目进行绝缘保护，将其与发起人的核心业务或其他资产隔离开来。在这种融资方式下，如果该项目失败，发起人的资产将不会受到任何影响；同样，如果发起人的其他项目失败，相关的债权人反过来也无法从受到保护的房地产上获得补偿。因此，这种情况涉及的是非资源性的融资形式。

企业融资涉及银行贷款的发放和债券的发行。债券是金融机构或公司发行的，约定在到期日偿还借贷资本，或在事先确定的到期日之前分期偿还借

贷资本的一种债务证券。在企业融资的情况下，投资和贷款有着十分清晰的界限，但现金流入和现金流出之间没有明确的对应关系。

与之相反，在结构性融资的情况下，可能依据某种特定的融资方式对项目进行评估。

对于企业融资和项目融资两种方式的选择取决于各种因素，包括把新项目纳入发起人的资产范围是否更为有利，通过传统借贷渠道进行融资是否更为可取，成立可独立获得融资的特殊目的载体是否更为合适。

1.4 银行融资

根据借方和贷款目的，房地产银行融资可以划分为三大类别。

1. 发放给个人（散户）的房地产贷款可用于以下目的：

（1）购买住宅房地产；

（2）用新的贷款对住宅房地产的购买进行再次融资；

（3）提供流动资金，以便支付某项开支或进行房屋翻修。

2. 发放给公司的房地产贷款，目的在于满足公司的融资需求（例如，新的投资项目或现有房地产的资本支出）。

3. 发放给公司或房地产基金（包括特殊目的载体）的结构性房地产贷款，目的是：

（1）为收购收益性房地产或交易性房地产组合(注)提供融资；

（2）为预租房地产或预售房地产的建设/改造提供融资。

前两类融资和第三类融资有实质性的区别。在个人或公司房地产融资中，银行尽职调查的重点是考察借方（个人或公司）是否具备获得足够收入以偿还贷款的能力。房地产仅仅是银行在借方无力偿还贷款时用于强制偿清贷款的担保。而在结构性房地产融资中，银行的尽职调查主要考察房地产本身和其通过租赁或销售产生即时或预期收入进行还款的能力。

1.4.1 发放给个人的房地产贷款

对于第一类贷款，银行主要要求申请贷款的个人将已有或待购房地产作为担保进行抵押，而且银行享有优先受偿权。

对于此类贷款，银行将核实借方是否具备从工作或其他渠道中取得收入以偿还贷款的能力。如果借方无收入或收入不足，除非第三方有充足收入且提供担保，借方才能获得贷款。一般来说，每月的还贷额不能超过借方（和/或担保人）每月净收入的1/3。

由于贷款的尽职调查阶段在技术、法律和经济层面上易于标准化，目前所有商业银行都可以提供住宅房地产的贷款服务，并且越来越多地通过互联网进行放贷。

1.4.2 满足融资需求的房地产融资

同样，对于此类房地产贷款，银行主要要求公司或公司股东将其一个或多个房地产作为担保进行抵押，而且银行享有优先受偿权。对还款能力的评估通常以公司的盈利能力指标（通常为EBITDA）为基准。

但此类贷款更接近于企业融资贷款。企业融资贷款与借方开展的业务和借方通过其核心业务（例如可能涉及制造、贸易或从大型集团公司到小型贸易商所提供的服务）产生现金流的能力相关联。

与借方类似，提供担保的公司在某些情况下隶属于一个公司集团。公司集团下属的所有公司的资产和企业标识在法律上是相互独立的，但它们在组织结构层面上是相互关联的（联合公司）。此类公司集团通常以一家母公司为首。如果母公司通过持有股权对其他公司进行管理和控制，那么它可能只是一个纯控股公司。为保证子公司的有序活动，母公司需要发挥一定的经济和财务功能。如果母公司在这方面的作用有限，那么它可能只是一个运营公司。

一般而言，仅隶属同一公司集团往往无法构成一家公司为另一家公司提供担保的充分理由。在一些司法辖区（特别是受大陆法系影响的地区），担保人还要求在实现集团利益时也能获得一些间接收益。如果与要求的担保贷款相关联的资产将对所有参与的公司（同时包括担保公司和被担保公司）产生积极影响，那么担保公司就有理由为贷款提供担保。但如果担保公司没有任何利益，担保将不会对其产生任何影响。基于这个原因，如果集团内一家公司要为另一家公司的贷款提供担保，必须严格审核能证明其担保合理性的文本文件。财务和投资计划必须经过集团内所有公司的一致同意，且根据已产生的成本，确定在所有参与方之间如何分配利益。

授予公司房地产贷款的银行通常也提供企业融资服务或在相应银行集团里有分行或支行提供此项业务。

1.4.3 结构性房地产融资

结构性房地产融资贷款（项目融资方式）更适合通过特殊目的载体操作。进行融资的房地产项目与发起人资产的隔离保证了它们在经济和财务上的独立性（隔离融资）。资产发起人和借款行依次从中获得收益。

受雇于结构性房地产融资公司并参与对贷款申请进行尽职调查的各方人员（调查员、财务分析师和律师）在房地产方面应具有很高的专业水准。

后面的章节将重点讲述针对商业房地产操作的结构性银行贷款（根据项目融资方式），而个人住房贷款和企业贷款不是本书的重点。

1.5 资金筹措、证券化和银团贷款

本节将阐述银行为房地产投资项目提供融资贷款这一行为的两个重要方面。第一个方面是资金筹措，如银行在市场上筹集资金后再重新分配，用于房地产贷款支出的体系。第二个方面是银团贷款，如初始贷款行与其他银行共同提供贷款，或通过证券化转让所有到期贷款。资金筹集是银行业务（作为金融中介机构）不可或缺的一部分。即便是小银行，通过银团贷款和证券化这两个可选业务，也能为房地产项目提供持续融资。

1.5.1 传统筹资和证券化

在本书的背景下，我们不能忽略，按照房地产授贷的传统模式，银行一旦筹集了资金，即给借方发放贷款。在整个贷款期限内，相关的应收账款对于银行而言一直是应付状态。因此，银行和借方的借贷关系将一直持续到贷款期限结束。任何贷款违约仅会对借款行造成影响，因此借款行必须仔细审核贷款申请，并采用中长期操作模式。

在传统模式下，发放的贷款额度与银行资产成正比。银行资产还必须对发放贷款的相关信贷风险及其他事情进行担保。而在证券化[注]的模式下，银行（甚至在操作一结束就）将其贷款转让给第三方（不一定是银行）。简而言之，由第三方在市场发行股票进行融资。借款行不需要在资金筹措（借款行将筹集短期资金）上花费精力，也不必与借方建立长期关系。贷款转让后，借方的违约行为影响的不再是初始借款行，而是证券化过程中在市场上购进证券的持有人。可以流通的贷款额度可能无限大，因为针对

银行的严格资本要求不再与之相关联。

一般而言，证券化技术在于把各种形式的资产转变成可以即刻在市场上交易的证券，证券化的资产在未来可以产生现金流。这一技术使得对证券化资产未来现金流在交易日期的现值进行贴现成为可能。发起人有权在未来通过收取应收账款或销售资产的方式获得现金流。因此，交易发起人可以通过交易提前对现金流进行贴现。

证券化的起点是资产的销售。在金融市场上发行证券标志着证券化的完成。贷款、抵押和其他资产（如不动产）产生的现金流不仅是发行证券的担保，也是确保证券偿还的工具。

更确切地说，在交易中，发行的资产从发起人转移到受让人，他们为此需支付转让费用。通过证券的发行，交易获得了融资。发行的证券将投放到散户市场或机构投资者手中。

最早的证券化交易出现在20世纪70年代下半期的美国市场。其目的是对金融机构的应收账款进行贴现。但在那之后，这一融资工具在房地产市场和抵押贷款市场中被广泛应用于抵押贷款。

证券化为银行提供了一种筹集资金的方式。银行通过证券化把贷款转让给投资者，从而筹到资本用于新的信贷交易。

1.5.2 房地产贷款筹资

传统的资金筹措模式包括“德国模式”和“法国模式”。在德国模式下，资金筹措的特点是筹资活动与借贷活动紧密相关。在某些国家，只有一些专业性银行可以从事借贷活动。通常，贷款协议一经签订，即建立起这种关联性，且必须持续到贷款期限结束。与之相反，在法国模式下，资金筹措的特点是筹资活动与借贷活动相分离。

鉴于筹资活动本质上是不受任何限制的，银行可以自由选择其希望采用的资金筹措模式，不管是法国模式，还是德国模式，抑或是两者的混合模式。虽然如此，银行仍必须采取适当的措施以便控制和管理与这些活动相关的风险，其中包括资产负债表中资产到期日与负债到期日不匹配所产生的风险，以及发放给企业的中长期贷款所固有的风险。各国财政部在银行中开展的一项十分重要且棘手的活动就是对以下关键问题进行管控：

- 如果银行使用活期账户存款用于数笔贷款（或一部分贷款）的发放，而所有的资金被客户从活期账户，即即时存

取账户中取出，会发生什么情况？

- 如果所筹资金的到期日和贷款的到期日不匹配，会发生什么情况？
- 活期账户中的存款稳定在什么样的水平才能保证相应的中期到长期的贷款承诺？
- 如果利率上升或降低了，会发生什么情况？有无充足的担保可以抵消此风险？
- 如果筹集的资金以欧元计价，但借出时却以美元计价（或相反的情况），应如何处理？

在法国模式下，银行通常诉诸银行同业拆借市场来筹措资金。银行买进资金的成本取决于市场对借款行的风险的认知。由此，评级较高的银行相对于评级较低的银行能给客户提供更优惠的条件，准确地说是因为它可以以较低的成本筹措到资金。

在德国模式下，资金可以根据需要随时筹集。筹集的资金称作资产担保债券。资产担保债券（潘德布雷夫债券）在德国已经有一百多年的历史。它还被引入其他国家，如英国、荷兰和意大利。最初，每笔债券的发行都是基于真实的合约协议。现在，22个欧洲国家都在使用这种债券。

与证券化操作不同，资产担保债券可以保证资本的盈利和利息，因为银行会专门划出一部分资产用于此类融资工具的报酬支付和清偿。无论出现什么情况，发行银行都将对此类融资工具进行担保。

对于发行银行来说，资产担保债券与证券化的区别是，债券的发行并不能把交易从银行的资产负债表中移出（准确地说是因为担保的存在），这意味着银行将继续承担信贷风险，且必须在会计报表中进行相应的资本配置。注

与传统债券相比，资产担保债券的安全性更高。因此，它的流动性和评级更高，（但）回报较低。

与普通的中长期资金筹措模式相比，资产担保债券可以接受较低的回报：资产担保债券的持有人可以对划拨的资产直接行使权利，而不受制于银行的其他债权人。例如，如果银行的信用评级是“B”，它发行的资产担保债

券评级为“A”，那么毫无疑问，在为其房地产借款操作筹措资金而发行此金融工具时银行将处于优势地位。由于筹资的成本较低，发行资产担保债券的银行可以以较低的利率给它们的客户放贷。

资产担保债券的主要特点有：

- 对融资工具应收账款的隔离保证了应收账款及其产生的现金流专用于资产担保债券的持有人
- 发行银行用它的资产进行担保。在发行机构违约的情况下，此金融工具的偿付承诺不受影响

1.5.3 房地产银团贷款

如果借款行没有能力或不愿意认购全部贷款，或者如果它必须降低其在某些客户或某些行业上的信贷风险，则有必要引入其他银行：这一操作通常称为“银团贷款”。

银团贷款可以在贷款协议签署的同时进行，或在协议订立后进行。在第一种情况下，银行与其他行在资金池内共同完成交易（也叫作俱乐部联贷）。这样一来，无论是协议的订立还是给所有银行提供同级担保，都不会出现任何具体问题。在这种情况下，常规的做法是签署银行间协定，对银行间的关系做出规定，同时明确由哪家银行出任代理行。代理行的任务是协调各个银行与借方在谈判过程中的互动（各银行与借方谈判未必总是能够顺利进行），以及在贷款发放后，对贷款进行管理和监控（正常情况下，代理行是与客户建立关系的银行）。

在其他情况下，尤其是在达成俱乐部联贷需要等待很长时间时，银行将通过过桥贷款进行融资，如短期到中期贷款。在过桥贷款到期前，银行和/或借方将与其他银行联系以便为中长期贷款的抵押提前做好准备，以偿还现有的贷款。

与这种融资结构关联的问题是众所周知的，因为提供过桥贷款的银行不一定会签署全额长期贷款。结果就是，如果借款行不能在过桥贷款到期之前安排好俱乐部联贷，就有可能会出现交易违约。

在为建设融资［依据在建项目（WIP）的工程进度(注)发放贷款］的情况下，代理行/安排行可以承担全额贷款，签署相关协议（也接受所有担保），并发放初始贷款。然后，它将开始（或继续）寻找其他银行。一旦

接受交易，这些银行将针对它们承担的贷款额度单独与借方签订新的融资协议，并要求借方向它们提供相应的担保。担保评级与借方给代理行的担保评级相同。同时，代理行/安排行将减少合约中承担的贷款额。减少的数额等同于认购贷款的银行承担的贷款数额。

---

1. 本书主要通过债务资本和银行借款来阐述房地产融资的问题。同时，绝对有必要考虑整个资本的架构：与权益资本预期回报的评估和收款程序相关的一般性考虑因素同样也适用于房地产行业。因此，我们选择对房地产行业特有的债务资本的形式给予更多的关注。当涉及混合融资（如夹层融资和优先股）的问题时，我们会粗略讨论一下权益资本的相关问题。
2. 如需进一步了解金融风险，也可参见第五章。
3. 本书主要用“贷方”这一术语来代指银行，但“资金供给方”一般也被当作同义词来使用。
4. 本书中，“借方”这一术语经常作为客户即接收货币的实体的同义词使用。
5. 贷款的到期利息经常是可以减免税收的，尽管在某些司法管辖区存在限制。本书的第二部分将专门在一些特定的法律制度下更加深入地探讨这一问题。
6. 自莫迪利亚尼和米勒1958年的著作开创性地提出债务的优势以来，出现了一大批关注该领域的书籍。如需进一步了解税收减免的重要性，请参见Miller（1988）。
7. 参见Geltner等人（2007）。
8. 如需进一步了解杠杆和风险，请参见Cummings（2010），Geltner等人（2007）。
9. 参见Jwnsen和Meckling（1976）。
10. 参见Warner（1977）。
11. 参见Brueggeman和Fisher（2011）。
12. 本书第二部分对不同立法制度下的担保进行了分析。
13. 本书介绍的示例和方法仅适用于订立贷款协议时最常用的解决方案。但是，由于合同的谈判取决于具体个案，合同条款可能根据每个具体案例的特定要求进行订立和修改。事实上，商业地产的操作越来越多地呈现出通过特殊结构性贷款实施这一特点。

14. 如需进一步了解夹层融资和私募股权，请参见Willis和Clark（1989）。

15. 如需进一步了解混合融资形式，请参见第七章。

16. 此术语代指进行融资的房地产投资。

17. 如需进一步了解房地产行业的资本结构，请参见如下文献：

    关于欧洲市场，请参见Morri和Cristanziani（2009），以及Brounen和Eichholtz（2001）。

    关于美国市场，请参见Feng等人（2007），以及Morri和Beretta（2008）。

    关于英国市场，请参见Ooi（1999）。

18. “发起人”这一术语通常指的是为项目的成功提供资本（权益）、专业知识、战略和潜在合约的合伙人。

19. 项目融资的文献非常多，在此精选出一部分相关书籍和文章供您参阅：Gatti（2012），Dewar（2011），Esty和Sesia（2011），Lynch（2011），Hoffman（2008），Yescombe（2002），Fabozzi和Nevitt（2000）。

20. 以折扣价（“批发价”）购进，用于一段时间后单个房地产销售（“零售”）的房地产组合。

21. 一般来说，定期还款额不能超过借方（和/或担保人）净收入的一定比例：例如，在意大利，每月还款额不能超过每月净收入的1/3，而英国银行规定贷款额不能超过全年总收入的某个倍数（目前是4~5倍）。

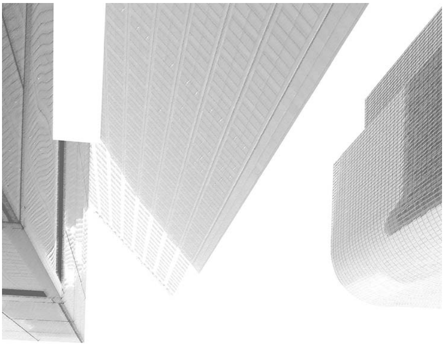
22. EBITDA，即息税折旧及摊销前利润，是针对公司收入而言的一个盈利能力指标。它的计算仅基于总收入，即未计利息（财务管理）、税项（税务管理）、资产折旧及摊销前的收入。

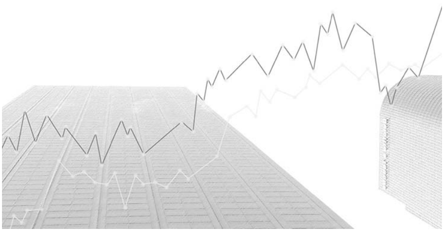
23. 如需进一步了解证券化，请参见Stone和Zissu（2012），Fanozzi等人（2007），Sabarwal（2006），Fanozzi和Dunlevy（2001）。

24. 如需进一步了解资本要求，请参见第八章巴塞尔协议及其对房地产融资的影响。

25. 广义上指的是正在进行的建设和商品化过程。

第二章
结构性房地产融资





与项目融资操作相似，在结构性房地产融资的资金筹集中，获得融资的房地产已产生的或预期产生的现金流可以作为还贷抵押（注）被银行接受。

在发放贷款时，银行开展的尽职调查涉及对某个具体的房地产或项目的经济状况和财务平衡的评估。进行融资的房地产或项目最好与交易发起人发起的其他项目在法律上和经济上相互独立。发起人往往通过成立特殊目的载体将投资与其他项目在法律上和经济上隔离，以进行房地产项目的融资。

银行和发起人对房地产项目的评估主要参考的是进行融资的房地产（或部分房地产）通过租赁和/或销售产生收益的能力。与房地产交易相关的现金流除了用于支付发起人权益资本的投资回报外，也是偿还贷款的资金来源。

虽然担保可以是真实性担保（例如，SPV股权质押，房地产抵押），也可以是合约性担保（例如，作为抵押的应收账款的转让、合同约定事项），但实际上是合约性担保向银行保证了房地产所产生的现金流成为债务偿还

的主要来源。这类贷款可以划分为两类。

1. 非追索型或无追索型，指对项目发起人或第三方没有指定追索权（例如，通过抵押物的发行或告慰函）。房地产项目产生足够现金流（在涉及开发项目时，现金流仅仅是潜在现金流）偿还贷款的能力以及保障房地产投资成功和相关债务得到清偿的合约结构是借款行评估的两个主要因素。

2. 有限追索型，指仅在合同提前约定的情况发生时对发起人或第三方有追索权。例如，在一个开发项目中，仅有部分建设成本通过银行进行融资。银行将要求发起人提供担保或做出承诺，保证在建设阶段注入差额资金和用于支付预期外成本的资金。

显然，银行还将对非追索型贷款进行融资信用核查，以核实借款公司股东和/或金融集团的偿付能力。其目的是避免受交易发起人的违约甚至房地产项目融资的间接影响，以及评估参与交易各方的决断力和可靠性。

现金流可以源于租金（房地产租赁或持续经营）。而在房地产开发项目中，工程竣工后，单个房地产单元的销售（或租赁）将成为现金流的来源。

一般而言，所有类型的房地产都可以进行债务融资，只要它们可以产生实际的现金流（对于现有盈利的房地产而言）或预期现金流（对于开发项目而言）。因此，下列现有房地产或预期开发的房地产符合融资条件：

- 办公室
- 商业街零售铺面/购物中心/零售园区/工厂店
- 娱乐中心/主题公园
- 多映厅影院
- 旅馆
- 物流仓库和工业仓库
- 养老院
- 住宅组合（供出租和/或销售）

贷款可用于支付建设成本或购置价格。前一种情况要求提供项目成本和房地产竣工后可能产生的现金流的精确估算值。贷款发放的前提也可能是房地产单元的顺利销售（尤其是在住宅开发项目中）。后一种情况下，必须特别留意租赁协议中的相关条款。

房地产项目的资本结构由以下3部分组成：

- 权益（股权和股东贷款）
- 债权资本
- 混合融资（夹层融资和优先股）

融资贷款额主要取决于3个因素：

- 借款人的可靠性
- 贷款用于何种交易及其运营风险
- 提供的何种担保

银行可能以单笔信贷额度的形式发放贷款，也可能分两次授予信贷额度，例如专设的增值税信贷额度。

不管在何种情况下，发起人注入的权益资本通常不能低于房地产总成本的20%~30%。在开发项目中，该权益的比例往往与待开发的土地购置成本相一致。由于权益比例较低，银行不得不提供更多的贷款杠杆并承担较高的风险，因此，超过建设成本70%~80%的信贷额度（也称作夹层融资）往往伴随着高额成本。

2.1 银行的角色

有时候可能需要安排银团贷款(注)，即把同一贷款分为几个部分，转让给几个不同的贷方。当贷款额对于一个贷方来说过于庞大或超过它的风险承受能力时，就可能会出现这种情况。为了组成多银行贷款银团，借方将委托其中一家银行担任银团经理人。与所有参与银行签署协议后，银团经理人通常被任命为代理行(注)，即在整个贷款期限内管理与借方业务往来

（尤其是对合约的履行、分期贷款的收款、提交给监督机构的报告和对追索行动进行监控）的银行。代理行还需负责在借方提前还款或提取借款以及变动利率时通知其他银行。

所有银行将签署银行间协议，以确定代理行的角色和职责。除了针对借方或其他任何担保人或债务人（根据不同的委托范围）所采取的所有活动以及程序性、预防性和强制性措施以保护贷款协议约定的权利不受侵害之外，代理行的职责还包括开展与协议（关于信贷额度、贷款支取及其管理的协议）签署相关的所有活动。

2.2 银行贷款的合约形式

房地产交易融资可以使用不同的合约形式，只要合约能保证从抵押的房地产价值中获得资金来源即可。

银行贷款可以采取不同的形式。它是公司为了获得满足自身需要的部分财务资源而经常使用的一种资金。此类贷款可以分为两大类。

1. 银行账户透支贷款，即提取额超过存款额，导致账户透支（借方逆差，银行顺差）。此类贷款本质上非常灵活，因为它可以在提款和还款之间互相切换。而它又可以细分为无抵押透支、抵押透支、凭单透支、信贷额度，以及存货或商品的银行账户预借。

2. 固定到期日贷款，按事先约定的单次或多次分期贷款额度进行发放，而且必须在特定的到期日偿还。

特别是对于开发/翻新项目而言，循环抵押信贷额度是最为灵活的一种房地产融资形式。银行根据借方的使用需求，授予不超过其最大限额的信贷额度，此信贷额度通常用于特定交易的融资。借方承诺通过全额还款或分期还款并支付应计利息的方式来偿还原始信贷额度；也可以根据自身需要，通过一次性或多次提取并使用现金来偿还后续还款的本金。此外，借方还可以借回已经偿还的贷款额度。

2.3 开发项目贷款

基于在建项目（WIP）的开发项目融资可以使用不同的合同技巧。初始的有条件贷款协议规定了贷款期限和分期还贷前的初始阶段的期限。工程将在分期还贷前的初始阶段内施工。之后，单笔分期贷款将在最初商定的分期还贷前的阶段（在这一阶段，只需支付利息）进行发放。因此，所有的

分期贷款的分期还贷期限是相同的，虽然它们分期还贷前的时期可能不同。贷款偿还的最大时限通过商议确定，但在贷款发放时可以修改（约定的利率也可修改）。随后，前期的贷款支出将为房屋建设的开发成本提供融资。最终的贷款协议将在工程竣工时订立，并确定所贷金额的分期还贷模式（例如资本偿还），以及利率、还款频率和最终的贷款期限。

2.4 结构性贷款的组成部分和阶段

结构性房地产贷款包括不同阶段。为了解释得更清楚，本书根据发生的时间先后，按逻辑顺序列出各阶段及其要点。

1. 银行（贷方）和客户（借方）初始会谈，分析房地产项目和相关的融资需求（参阅2.4.1节）。

2. 房地产项目的技术评估和可行性分析：

- 预期成本和收益的分析
- 市场和来源区域的调研
- 营业收入分析和财务计划的定义
- 公开市场价值和房地产的抵押贷款价值的估算（参阅2.4.2节和2.4.3节）

3. 涉及各参与方的财务尽职调查或偿付能力分析：

- 借款公司和集团
- 建筑公司
- 买方
- 承租人

4. 法律尽职调查。在此阶段，准备合同和相关的抵押担保（参阅2.4.5节）。

5. 税务尽职调查。在此阶段，确认贷款协议、新贷款的含义和对借方财务状况的相关担保所涉及的税法。

6. 确定在信用、法律和技术分析中的风险缓释工具，并最终确定以下事项：

- 一揽子担保
- 保险单
- 利率风险规避
- 合同约定事项

7. 确定与巴塞尔协议项下不同融资方式相对应的交易信贷风险。

8. 贷款定价，也是基于信贷风险评估的结果。

9. 向借方发出要约（条款清单，参阅2.4.1节）。

10. 就条款清单和接受函提出的条款和条件进行谈判。

11. 审核阶段的延续：贷款协议和一揽子担保的起草和谈判。

12. 订立协议，发出担保，签发保险单。

13. 贷款监控，涉及对担保和合同约定事项的控制。

14. 如果条件合适，安排银团贷款或证券化。

2.4.1 交易分析和条款清单

一般而言，银行和借方在谈判初始阶段交换的信息包括：

- 项目发起人的介绍
- 申请贷款公司的结构的说明
- 项目的商业计划书，尤其是确定项目不同阶段的截止日期

以及经济和财务规划，包括预估账户、成本预测、项目的资本结构和项目产生的现金流

在某些情况下，尤其是当发起人有财务顾问进行协助时，发起人将呈交信息备忘录。信息备忘录是一份单独的文件。它对进行融资的房地产项目、项目发起人和资本结构的操作建议等细节进行了说明。在其他情况下，尤其当项目涉及不止一家银行时，为了对项目的可融资性进行初步审核，发起人将要求银行起草此文件。

这一阶段尤为重要，因为项目以这样的方式呈现，才能让银行了解房地产项目在收益、成本、现金流和风险方面的特点。这也可以验证潜在借方提出的基础性假设是否站得住脚。换言之，当拨付结构性贷款时，银行将进行类似于权益投资人在投资房地产项目时所做出的分析。

与银行初次会谈时，借方通常会说明交易的结构和所需贷款的额度。借方也可以要求银行在一个特定的日期之前起草一份文件，说明贷款的主要条款和条件，以启动正式谈判。此文件被称作“条款清单”。根据条款清单，合约当事方就贷款的主要条款和条件进行谈判。在房地产项目协议订立和贷款谈判时可以随时更新条款清单。事实上，此文件汇总了所有条款和条件、参与的各方、拟签署的合约和提供的担保，以及交易完成的截止日期。文件还规定了：

- 将要签署后续贷款协议的各参与方以及它们的角色
- 贷款额度和期限。如果申请的贷款额度未提前获准，则最终额度不能高于各方提出的最低值：

——具体的额度

——贷款与价值比率的最高值和/或偿付利息能力比率的最低值和/或偿债备付率的最低值的具体数值(注)

——购买价格占建设成本的比例（贷款和成本的比例）的具体数值

- 贷款的目的
- 房地产的描述

- 管理贷款支取和偿还的形式和流程
- 确定适用利率、利润和组织资金池融资时支付给安排贷款的银行（也称作组织行/安排行）和/或其他参与银行的费用
- 利息对冲（当利息不固定时）
- 贷款偿还
- 利息期
- 拟发行的一揽子担保
- 各参与方的主要权利和义务、特殊条款、先决条件，以及做出让步时的条件或规划的施工工程性质要求的条件
- 协议订立要求的约定事项
- 条款清单的临时限制
- 声明与保证
- 违约事项
- 为了获得银行批准和放贷，必须符合的其他条款和条件
- 适用法律/司法管辖

条款清单自身的特点和包含条款的高度细节化引出了一个问题：条款清单相当于一个纯粹的初期协议还是一项非契约性承诺（在合约签订之前旨在对谈判状态或签订的初期协议“具体化”，从而有助于总协议订立的一个行为）？传统的观点认为条款清单属于先合同行为。它可以在合同签订前确定对损失进行补偿的责任和义务，保护合约对手方的合法可得权益。

事实上，虽然条款清单的内容可能千差万别，其约束力的大小取决于协议达成的程度，但是各参与方往往希望通过增加具体的条款明确规定条款清单不具备初步协议的地位。通常来说，条款清单生效的先决条件是条款清单所包括的条款随后获得参与各方组成的贷款委员会的批准。一般而言，银行将在条款清单的末尾增加一项条款进行说明：

> 条款清单只是一份关于条款和条件的大纲草案。银行将据此做好考虑提供融资的准备，但条款清单绝不能理解为提供融资的合同要约或承诺。与提供融资相关的任何决定都必须获得贷方信贷委员会的批准。

如此看来，（大多数司法管辖区）并不认为（无约束性要约）条款清单是一个要求将权益分配给贷方的要约。

除非借方要求做出有约束力的承诺，即与银行做出的约束性承诺相对应的不可撤销的提案（当借方与彼此竞争的多个银行进行贷款谈判，且项目发起人随后将进行招标程序时，通常会要求银行做此承诺），在这样的情况下，银行必须做出具体决策，批准签署条款清单，否则以上所述适用于所有情况。

在贷款谈判的不同阶段均可起草条款清单：

1. 在初始阶段，如果借方向不止一家银行发出要约：

（1）在这种情况下，借方将携信息备忘录与银行进行初次会谈。备忘录包括详细的房地产项目分析和它的财务需求。

（2）根据信息备忘录中的数据，意向银行将在事先确定的日期前给出报价，并明确指出后续对贷款的批准以银行分析团队对备忘录所含信息的准确性和有效性的审核为前提，但不仅限于此条件。

（3）借方将与提供最优报价的银行签署条款书。

2. 在谈判的后期，不管银行最终是否决定发放贷款，都可以要求借方预先支付尽职调查的成本。

虽然条款清单有利于促进各参与方之间的谈判，但条款清单的签署并不是最终订立融资协议的必要条件。

2.4.2 房地产估值

估值阶段的主要目的在于估算用于抵押的房地产的价值。房地产价值的估算涉及其货币价值的确定，换言之，就是对一项经济资产的效用进行定价。一般而言，银行会请外部估价师对房地产进行估值，确定公开市场价值（OMV）和抵押贷款价值（MLV）。

OMV是英国皇家特许测量师协会估价标准红皮书[注]认定的价值基准。它

的定义是：

> 在进行了适当的营销（其中各方均知晓行情、谨慎参与，且无强制因素）后，自愿买家和自愿卖家在估值时点对一项资产或负债进行交换的估算金额。

与之相反，根据欧洲评估师协会联合会(注)的定义，MLV指的是：

> 将房地产的长期可持续性、正常的本地市场条件、房地产的当前用途和合适的可选用途考虑在内，通过对房地产未来的市场能力的谨慎评估确定的房地产的价值。抵押贷款价值的评估不应将投机因素考虑在内。

虽然跨境抵押贷款和欧洲抵押贷款协会定义的欧洲抵押贷款价值（EMLV）有所区别，但它们的定义却是一致的。如果将OMV和MLV的定义进行对比，就会发现后者在很多方面与前者类似。但作为“持久的/可持续的”价值，MLV引入了额外的参数，通过将可收取的租金收入保持在一个稳定水平，调整资本化率以适应市场的长期发展，并通过行政和管理成本的固定使市场波动趋于平缓。

金融服务业在房地产抵押贷款活动中可使用MLV。MLV提供了长期可持续性的价值限度，可以指导银行在信贷决策（例如，贷款与价值比率、分期偿还结构、贷款期限）或风险管理方面做出内部决策。

MLV有助于评估一项抵押的房地产能否在长时间内为贷款提供充分的担保。考虑到MLV(注)的用途是评估房地产在较长时间内的价值，在对OMV于某个固定日期时的值进行估算时不能同时使用其他估值方法。

此外，只有在以下情况时，MLV方可当作风险管理工具使用。

- 巴塞尔协议中详细规定的对信贷机构的资本要求
- 通过房地产抵押发行的资产担保债券为抵押贷款提供资金
- 将房地产和房地产抵押转化为交易性资产（例如，住房抵押贷款支持证券(注)）的资本市场产品开发的法律、指令和

其他国家单行条例详细定义了MLV的概念

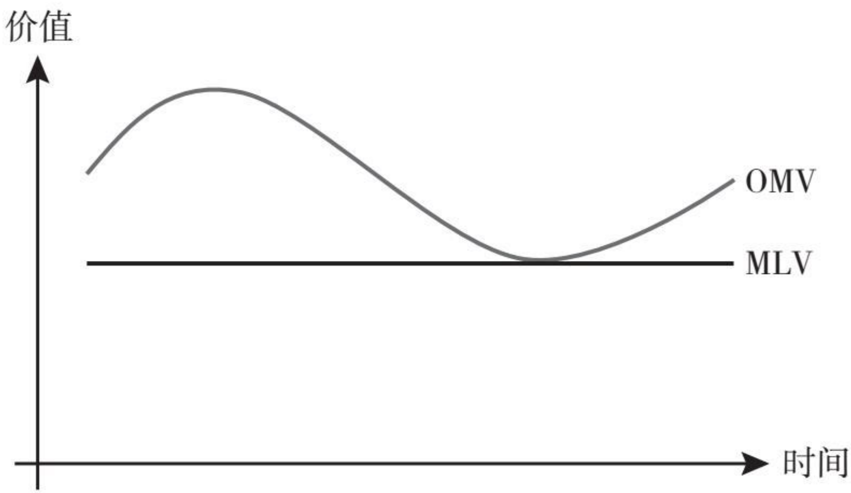
为了消除短期市场波动或暂时性市场趋势，确保MLV的长期有效性，必须遵循一定的步骤。估价师在确定一项房地产的抵押贷款价值时，必须解决以下关键问题：

- 必须小心谨慎地评估房地产未来的市场潜力和适销性，避免隐含的时间预期超出了短期的市场范畴，涵盖了较长的时期
- 作为一项原则，必须把房地产的长期可持续性因素考虑在内，如地段品质和建设质量
- 就可持续性收益而言，租金收入的计算必须基于过去和当前的长期市场趋势。任何可能出现的不确定性未来收益变量因素都不应考虑在内
- 资本化率的应用也须基于长期的市场趋势，排除所有短期投资回报预期的因素
- 在估算管理成本和租金资本化时，估价师必须使用最低折旧率
- 如果使用比较值或折旧后重置成本估算得出MLV，那么在必要时，必须通过使用适当的贴现率，将比较值的可持续性考虑在内
- 一般而言，MLV的计算基础是房地产的当前用途。在某些情况下，MLV的计算基础必须是房地产的更好用途，例如，在更新或改变房地产用途的计划得到了确认之时
- 其他要求，如根据与符合国家标准、估值的透明性、内容和可理解性相关的进一步要求完善MLV计算的法律框架

OMV和MLV有着显著区别。国际上认可使用OMV评估房地产在某个给定

时间点的价值。OMV估算的是房地产在估值日期当天可以售出的价格，而这个值可能迅速改变，不一定是最新的数值。与之相反，MLV估算的是一个长期可持续价值，这个值不受未来市场波动的影响。它在一个更稳定的基础上评估房地产是否适合为抵押贷款提供担保。它提供的数值往往低于OMV，因此能够吸纳短期市场波动，同时准确反映潜在的长期市场趋势。

如图表2-1所示，MLV并没有随市场曲线而变化，它是一条平稳的曲线。这与起伏的OMV曲线形成鲜明对比，在稳定的市场里，MLV和OMV几乎没有区别。



图表2-1 MLV和OMV

2.4.3 房地产估价的基础

房地产的估值方法可以划分为三大类别（比较法、成本法和收入法）。每种方法的应用可能涉及不同的标准。注

（1）比较法：

- 销售额比较法
- 特征价格模型注

（2）成本法。

（3）收入法：

- 直接资本化法
- 财务法（折现现金流量分析模型）

不同的估值方法基于不同的原则。如果评估的资产十分复杂应同时采用几种方法。为了确定在何种情况下使用何种方法，有必要粗略地对它们进行比较。

在销售额比较法中，资产价值的计算基于达成交易的可比较价格。此方法基于这一假设，即对于同样效用的相似资产，没有一个理性的买家愿意购买价格更高的。这一假设的前提是供给和需求之间替代和均衡这两大基本原则。根据替代原则，一项资产的价值即为购买与之完全相同资产的价格，但根据均衡原则，资产的价格直接取决于市场（供给和需求）。因此，价格也是谈判过程的综合结果。

成本法基于的原则是，假如一处房地产的价格高于同区域土地成本与同类房地产的建筑成本之和并考虑建筑老化导致的折旧，那么没有一个理性的买家会愿意购买此处房地产。因此，成本法的估值基础是对3个不同要素的测量：土地的价值、具有相似特点的建筑的建设成本和将时间和老化引起的折旧考虑在内的调整系数。同时，最有效使用原则也是成本法的关键。根据这一原则，资产的价值取决于最具可能性的用途，即物质可能性、财务可行性、法律许可性，以及高投资回报性。

最后，收入法不仅基于上述供需的替代和均衡原则，还基于未来预期经济效益原则。根据这一原则，没有一个理性的买家愿意以高于一处房地产在其生命周期内产生的现值经济效益购买此房地产。因此，收入法预先假设的前提条件是确定经济效益（可定义为单一收入或未来现金流）和时间系数。时间系数考虑的是房地产未来经济效益的固有风险（资本化率或贴现率）。一处收益性房地产的经济效益主要在于租金收入。租金收入可能产生营业费用净额[注]：通过分析租金市场同类房地产的样本，以确定资产产生的租金收入水平变得尤为重要。因此，为了确定未来收入流量，有必要分析租赁交易（而不是分析比较法中的所有权转移）。

在对具备以下特点的房地产进行估价时，收入法非常有效：

（1）所有权的转移相对而言不频繁（例如，购物中心、大型办公楼和物

流园区等大多数商业房地产）。

（2）有一个庞大的租赁市场（用户和业主有明显区别[注]）。它是以同类市场租金的确定为基础的。

（3）房地产的价值不直接取决于物理测量（例如，每平方米价格），而是取决于它产生收入的能力，与它的表面积没有直接关系（例如，购物中心、旅馆或电影院）。

1. 比较法

为了使用比较法，必须具备足够广泛的与类似资产相关的历史交易数据。根据定义，从严格意义上讲它们绝不是完全相同的房地产，因为每处房地产至少就位置而言都是独一无二的。但实际上，通过确立一处房地产的主要特点就可以确定其吸引力，随后得出房地产的价值。房地产价格一直发挥着匹配供给和需求的功能，并随着市场趋势不断变化。

比较法这一大类别中还包括其他估值方法，如乘数法。当应用于经济层面时，可以通过乘数确定一处资产的价值：由于乘数的使用十分便捷，即便它缺乏精确的科学基础，其发展也并未受到限制。乘数通常用来确定一个给定公司的价值，而不是特定房地产的价值。由此，通常估值与公司的核心业务和该房地产的特定用途相关。在实践中，对于某些类型的资产，如电影院、旅馆、高尔夫球场、健身中心等，估价师通常采用经验法则或基于市场的乘数。因此，估值的对象是房地产和在房地产内部经营的业务（电影、健身、住宿等）。

为了确定房地产的价值，销售额比较法使用的是近期售出的同类房地产的数据。基于同类房地产的销售价格，根据每处房地产的具体特征做出一定调整，然后进行估值。此估值方法包括3个步骤：

（1）具有可比性的房地产的筛选。

（2）具有可比性的房地产的销售价格的标准化。

（3）调整。

第一步，挑选与被估值的房地产具有可比性的一些房地产。必须对与之相当的房地产进行分析和估值，核实它们是否存在，并分析它们的售出价格（将影响供给和需求的一些要素考虑在内）。而且对于房地产之间的比较，必须将它们的物理特征（使用年限、质量和维护状态等）和位置考虑在内。进行比较的房地产的特征必须尽可能地跟待估值的房地产的特征类

似，且进行比较的房地产必须是近期（一般是过去3~6个月内）在正常的市场状况下售出的[注]。为了做到这一点，至少需要筛选三四处房地产。在依遗嘱继承或拍卖（通常但不总是）的情况下商定的价格不应在考虑范围内，因为它们不符合常态这一必要条件。

第二步，将具有可比性的房地产的销售价格的标准化。用某一单位表述价格，以便进行比较。对于大多数房地产而言，计算的单位是表面的面积。因此，价格计算的依据是每平方米的价格[注]。对于某些类型的房地产而言，对哪些单位进行测量取决于哪些单位会产生收益。不同类型的房地产都有特定的测量单位[注]，可以从分析和比较的房地产样本中提取测量单位。然后，从比较的房地产交易中计算出测量单位的平均价格，将平均价格乘以待估价的房地产的单位数，就可以得出房地产的最终价值。

第三步，也是最后一步是调整。由于使用年限、维护状态、朝向、噪声水平、便利程度的不同，没有两处房地产是完全相同的，因此有必要进行调整。在收集了与房地产和市场相关的所有信息之后，必须确定该信息和待估价的房地产之间的区别。鉴于此原因，对于本质上各个方面都具有独特性的房地产而言，任何标准都不适用。即使对于有些事先看起来完全相同的房地产，例如一栋半独立式房屋的每半个部分，也可能在朝向或噪声方面（例如，房屋的其中一半可能更靠近马路）有所区别。这一步非常重要，因为它可能引起对具有可比性房地产进行选择的质疑。

如果两处房地产的单位价格的调整幅度超过20%，从业人员往往认为它们之间没有可比性。如果是这种情况，必须挑选出与待估价房地产可以进行比较的其他房地产，或采取不同的估值方法。

2. 成本法

成本法基于的原则是，在大多数情况下，如果一处房地产的价格高于剔除折旧因素后房地产所在土地的价格与重建成本之和，投资者将不愿意以此价格购买它。因此，成本法的基础是替代原则。实际上，如果将现有房地产的折旧水平考虑在内，潜在买家的选择要么是购买现有的房地产，要么是在相似的位置建造一个跟现有房地产具有同样特点的房地产。如果房地产的某些特点与买家的期望不符或买家希望立即拥有产权，那么销售价格可能与替代成本的均衡值有所差别。在前一种情况下，估值更低。在后一种情况下，估值更高。

一处房地产价值的计算等同于查找土地的价值与最初在土地上建造的建筑价值之和的准确值，使用此估值方法时，首先要计算的是重建房地产所需的成本。虽然计算这一成本的方法很多，但最常用的解决方案是根据每

平方米或每立方米的建设成本对面积进行估值。将平方米数乘以每平方米的平均建筑成本即可估算出一栋建筑的价值。这步操作相对简单。但房地产的各个构成部分的每平方米成本并不一致：为了避免过度扭曲，必须将总面积分解成几个主要部分（车库、住宅单元、商业单元等），然后将每个部分的面积乘以相应的建设成本(注)。

估算出房地产重建的成本后，为了最终确定房地产的价值，有必要通过与重建成本相比较，将房地产价值的损失量化。导致价值损失的原因主要有3个：

- 损耗
- 功能性陈旧
- 经济性陈旧

房地产损耗的程度取决于它的使用年限、建筑质量、日常维护和特殊维护水平，以及用途。最后一个因素取决于房地产使用的名目：在其他所有事项都一样的情况下，业主自用的房地产的状况往往优于出租的房地产。一处房地产的位置也可能对其损耗程度产生影响，如暴露在污染和其他环境下。

功能性陈旧也可能导致价值的损失。功能性陈旧指的是，在考虑建设标准和市场要求的前提下，房地产无法满足同时期建筑所具备的功能性需求。这方面的例子也很多，如住宅单元中卫生间的数量、是否有电梯、取暖类型、建筑的保温质量和隔音效果，办公区域内新型计算机技术的连通、能源效率的高低、是否符合绿色建筑标准。(注)所有这些要素都随时间而发生显著变化，也同样受当前的法律法规影响。例如，如果一栋公寓没有电梯或其供暖系统老化，它就在功能上变得陈旧。

经济性陈旧可能是最难量化的要素。在此必须评估对于此类型的房地产是否存在真实需求，或对它的某些特点（甚至包括它当前的预期用途）是否没有需求。这一类型的陈旧只需分析可以对建筑的价值产生影响的因素，因为任何对土地价值产生的负影响已在其价值估算中出现过了。一所装修奢华的独立式住宅却无人问津的事实说明了，一处房地产的价值与其成本并不成正比。尽管某些奢侈的装置，例如镀金水龙头的安装成本非常高昂，但只有对此类型的特点有需求时，其价值才会得以体现。如果旅馆所在的区域无法再吸引客户，有人可能认为这是因为经济性陈旧。但是，这可能是对建筑的价值造成影响，却不一定对土地的价值产生影响。如果把

旅馆所在的建筑转变成其他用途，例如住宅单元，土地的价值有可能不会受到影响。另一方面，建筑的价值还有可能降低，减少的值是改造它以适应新用途的成本，再加上其他折旧因素。在任何情况下，对影响价值的因素的测量范围进行界定都是十分不易的。

对一处房地产的折旧程度和对应数值进行测量有时会相对困难，尤其是在建筑非常陈旧的情况下。衡量折旧率的最简单办法是从年度折旧率的计算开始。例如，如果建筑的预期使用寿命是50年，那么年度折旧率就是2%。此外，还必须考虑到，由于房地产的折旧是非线性的，在房地产使用初期，应选择较低的折旧率，随后折旧率逐步上升。虽然这些解决办法十分简单，但它们往往无法令人满意。事实上，衡量一栋建筑的每个组成部分的使用寿命（以及折旧率）可能更加合理。

通过确定一处旧房地产的使用寿命或每个组成部分的使用寿命，然后对折旧系数进行计算是一种方法。除此之外，还可以通过估算确保房地产与新房地产具有同样使用寿命所必需的翻新成本，从而对房地产价值进行估算。为了得出翻新过的房地产的价值，整修成本将从重建成本中扣除。

土地的价值与修正过的建设成本相加，可以得出房地产的估算价值。根据比较法，通过使用有可比性区域内近期销售的土地的相关信息，可以确定土地的价值。

对绿色地带和棕色地带（废弃建筑）进行估值时，通常使用的是住宅价值标准。在符合当地规划条例的前提下，住宅价值标准可以对一个区域的最有效使用用途进行鉴定。从经济的角度来看，一块土地的最佳用途通常是产生最高的租金收入或销售价格时的房地产。这意味着，首先，必须选择可以实现此目的的建筑类型和建筑容积率。其次，对房地产在市场上的预期售价进行估算。估算出的价格需减去此类建筑的建筑成本。计算过程还必须考虑开发商希望从中获得的利润（取决于时间和风险以及财务成本），从而得出买方愿意为土地支付的最高价格。应用此估值方法可能要求将成本和收益简单相加，或对预期现金流进行贴现。贴现的方式与下文叙述的方法类似。

3. 收入法

收入法试图通过对房地产在其生命周期内产生经济效益的能力进行评估来确定其价值。用收入和现金流作为参考是因为相似的估值方法可以，而且事实上正被应用于所有其他资产类型。[注]此类估值方法的前提是一个基本假设，即没有一个理性的买家愿意以高出资产在其生命周期内所产生效益的现值的价格购买这项资产。这一原则与作为比较法和成本法基础的均衡和替代原则一起使用。此原则隐含的假设是，价格不能高于购买具有同

样效用水平的类似资产的成本。

预期收入和与之相关的风险是所有类型资产的价值的决定因素。收入法将资产的价值表述为这两个因素的一个函数。事实上，根据这些估值方法，资产的价值取决于它在生命周期内可以产生的未来经济效益。

房地产估值的实践和理论越来越注重收入法的应用。收入法适用于对产生固定现金流的房地产（例如办公室、购物中心、旅馆等收益性房地产）的估值。空间的价格（租金）取决于供给和需求。通过对近期签订的新租赁合同（每平方米或每平方英尺的年租金）的租金水平进行市场分析，就可以确定此价格。

当房地产专用于某个特定的功能且可替代性较低时，它的价值也取决于售出的可能性。在此，表面积不是价值的主要驱动因素。因此，在对房地产空间进行估值时必须使用一个不同的标准。在涉及可替代性房地产（办公室、物流）的情况下，未来现金收益将来自销售或租金支付，这一点毋庸置疑。另一方面，对于在内部有特定的商业运营的房地产（例如旅馆或购物中心），可持续性租金最大值的确定将变得至关重要。

收入法涉及两种不同标准的应用。它们基于两种不同的测量预期收入的方法。就收入和价值之间的关系而言，这两种方法提出了不一样的假设：

- 使用直接资本化法的目的是将一年的预期收入转化为价值的指征。据此，估算的收入除以一个适当的资本化率（一个单位的收入和一个单位的资本化率）
- 使用财务法（基于折现现金流量分析模型）的目的是将所有未来经济效益转化为现值，把所有预期收益（现金流）以一个适当的贴现率（预期总回报）进行贴现

虽然这两种标准遵循同样的原则，但它们在方法上存在巨大差异，得出的结果也可能不同，尤其当直接资本化法和财务法之间的差别涉及以下要点时：

- 资产产生的经济效益的定义：

——直接资本化法的基础是收入的会计计量（收益）

——财务法确定一项现金流（可能偶尔与同等的收益一致）

- 考量的时间范围：

——直接资本化法通过年收入和与此单一参考期相关的资本化率确定一处资产的价值

——财务法通过对一个时间范围内的时间跨度扩展到多个周期的时间段进行分析

- 计算算法：

——直接资本化法的基础是未来收益的资本化，将当前的收入指标转化为价值指标

——财务法使用贴现原则预测未来现金流

收入法的基础是两个不同的比率：

（1）资本化率。资本化率将一处资产的价值与单一时期的收入进行对比（直接资本化法）。

（2）贴现率。对一处资产产生的现金流进行贴现时使用贴现率。它代表的是市场要求从一项投资中获得的总回报与其风险水平对等（财务法）。

这两个比率都是对预期回报的衡量：

（1）资本化率是预期收益率。预期收益率衡量的仅仅是所得收益回报（收益等于收入除以价格或OMV）。

（2）贴现率是预期内部回报率。预期内部回报率衡量的是总回报（包括收入和资本增益回报）。

4. 选择正确的估值方法

在拨付贷款时，房地产的估值是一个根本性的难题。为了确保得到可靠的估值，使用的方法必须与估值的目的和资产类型相匹配。

由于从所有权市场上获取可比性数据较租赁市场相对容易，所以住宅房地

产的估值往往采用比较法。此外，虽然不同类型的住宅房地产可能有所区别，有时甚至大不相同，但它们本质上更趋于同质。在许多国家，住宅房地产作为最普遍的自住型房地产，其价值不易受到租赁协议条款的影响。

与之相反，对于商业房地产而言，收入法较为盛行。确切地说，这是因为交易的频率相对较低，且房地产高度同质化。与物理特性相比，现金流和收益的同质性更高。试以购物中心为例：某一段时间内，在给定地理市场中其交易的数量可能为零。这意味着为了获得相对收益的信息，必须以其他类似市场中售出的房地产作为参考。此外，与所有内部经营活动对其经济价值有直接影响的房地产类型一样，一个购物中心的房地产价值仅间接取决于其面积。在这一特定情形下，各店面产生收益的能力是决定租金的关键要素，这种能力取决于营销组合、是否有固定租户、项目的整体质量和位置等因素。

此外，为了确定预期现金流，财务法要求将所有必要的参数纳入考虑范围。因此，对于商业房地产而言，财务法似乎是最完整的估值方法。近年来，尤其是在复杂估值方法中，这一标准得到了长足发展。复杂的估值方法可以测量价值对不同参数变化的敏感性。因此，它实际上是一个尤为宝贵的风险管理工具，可以满足某些机构投资者越来越严格的法律要求。财务法也非常适用于公寓楼和住宅区等收益性住宅房地产的估值。收入法在较为成熟的市场中正逐步确立自己的地位。在这样的市场中，所有者（主要是机构投资者）和用户（公司和家庭）的区分越来越明显。一个非常重要的租赁市场由此产生，它可以在更多细节上确定房地产创收的能力。

最后，尤其对于没有租赁市场和销售市场的非典型资产而言，成本法是唯一可行的估值方法。在此类情况下，可以使用成本法，但必须记得此类房地产的价值将不可避免地取决于供给和需求的动态变化（当存在一些无法产生现金流的基础设施时，供给和需求将减少或完全不复存在）。在剩余法则的基础上，成本法可以用来确定一块区域的价值。

在估算一处房地产的价值时，估价师应当根据不同的估值方法进行评估。因此，对于住宅房地产而言，比较法可以与直接资本化法的估算方式搭配使用。另一方面，对于商业房地产而言，比较法可以与财务法结合起来。使用不同的方法得到的价值是不一样的，因此坚持对价值差别的分析是非常有必要，且其重要性远远高于对得到的平均价值的简单计算。事实上，这种分析可以让我们理解产生差异的原因，从而确保估值使用的各种参数值是合理可信的。

2.4.4 尽职调查过程

在技术尽职调查和随后的房地产估值之前必须进行一项范围更广的尽职调查。它的目的是：

（1）进行行政性检查，确定是否可以获得管理房地产（具备租赁协议或持续经营）所必需的商业许可证（如果需要的话），或核实这些许可证的申请状态。

（2）审核是否符合城镇规划的要求和建筑条例，包括城市总体规划的征询、建筑法规和任何城镇规划协议和/或计划，以及对相关许可证（建筑许可证和建筑工程公告）的分析。在一些国家，如果一处房地产的建造没有得到必要的许可，城镇规划和建筑法将禁止它的销售。

（3）审核抵押品和土地注册文件，确保土地注册的备案文件与房地产实际的所在地相符。

（4）对建筑、建筑的设施和设施的维护状态进行建筑性和技术性场地检查。

（5）进行环境检查，确定是否存在任何污染源，包括土地中的污染源和危险品（例如石棉、燃料箱）。

（6）检查能耗的证明文件和证书。

2.4.5 法律尽职调查

法律尽职调查包括以下几个阶段：

（1）核实提供抵押担保的一方是否拥有房地产的完全所有权。

（2）核实房地产未受限于其他抵押或债务，或任何其他在公共土地登记方面可能对抵押担保不利的手续。

（3）核实贷款协议和相关担保事项中涉及的所有个体的法律资格。

（4）核实租赁协议中借方权益是否得到承认/转让及保证。

（5）对于一些交易（例如，如果房地产通过股权转让被收购）而言，还需要进行企业和税务尽职调查。

根据立法安排，这些审查阶段通常由出庭律师或诉讼律师实施。他们将负责起草贷款协议或对签名进行认证。然后，他们将起草一份报告，证明抵押的房地产的所有权状态及其无附加债务的事实。

1. 参见Vinter（1994）。

2. 如需进一步了解房地产银团贷款，请参阅1.5.3节。

3. 经常作为牵头银行或牵头经理人的同义词使用。

4. 贷款与价值比率（LTV）、偿付利息能力比率（ICR）和偿债备付率（DSCR）是财务约定事项。如需详细了解，请参阅3.15.2节。

5. 参见RICS（皇家特许测量师协会），2012。

6. 参见TEGoVA（欧洲评估师协会联合会），2009。

7. 参见Reif（2006）。

8. 如需进一步了解住房抵押贷款支持证券，请参见Fabozzi（1995）。

9. 如需进一步了解房地产估值，请参见Cummings和Epley（2013），Hoesli和Morri（2010），Scarrett（2010），Baum和Crosby（2008），Geltner等人（2007），Schram（2006），Kahr和Thomsett（2005），以及Hoesli和Macgregor（2000）。

10. 特征价格（回归）模型在许多国家得到应用。它被用于对住宅房地产进行估值：此类模型基于的理念是，异质资产的供给和需求由这些资产的每个特征的供给和需求组成（Lancaster，1966；Rosen，1974）。一般而言，观察房地产在市场上的供给和需求是相对容易的：某一特定类型的资产的供给主要在于可供销售的那些资产，而对它的需求在于打算购买此类资产的投资者。由于存在一些易于观察的要素，房地产的供给和需求作为一个整体可以看作显性供需。另一方面，与每个特征关联的、不能直接观察到的供需相应地被定义为隐性供需。

11. 这一原则对于业主自用的房地产同样适用，因为经济效益取决于房地产在市场中的选择成本，或将房地产用于个人用途时放弃的机会成本。

12. 在许多国家，当住宅房地产的业主入住的比例很高时，情况有所不同。

13. 指的是在确定OMV时满足上文所述要求的市场状况。

14. 或每平方英尺，根据某个特定国家所采用的测量单位而不同。

15. 每处不同类型的房地产都有它们特定的测量单位：对于住宅和办公室而言是每平方米价格，对于商业街零售店铺而言是每个门或窗的价格，抑或是每个停车位或泊位的价格，电影院每个座位的价格，或旅馆每个房间

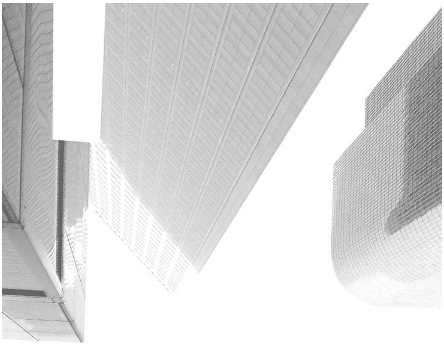
的价格等。

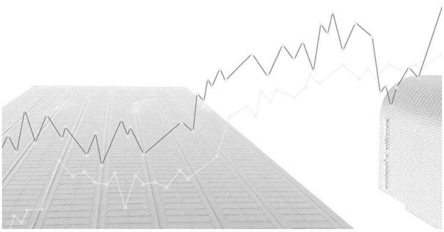
16. 成本的计算往往非常详尽。它包括一个建筑的所有部分的成本。

17. 如需进一步了解绿色建筑的市场价值，请参见Morri和Soffietti（2013）。

18. 在前文中介绍的其他标准是专门针对房地产而言的，但收入法和企业价值评估方法与其他资产类型（例如股票和债券）的估值方法完全相同。

第三章
贷款协议





结构性商业房地产融资协议没有标准化的条款和约束条件。每份协议都是通过单独谈判订立的，并没有预先规定任何标准合同格式。并且，每个国家的贷款协议所适用的规则各不相同，本书的第二部分将详述这一点。

以下是结构性房地产贷款协议中经常出现的规则和条款：

- 交易涉及的各方[注]（银行、借款公司，担保人，如适用）
- 贷款的对象和目的[注]
- 先决条件
- 贷款额
- 贷款偿还进度
- 贷款配置

- 利率
- 利率风险规避
- 银行收取的费用
- 提取借款的频率和程序
- 违约事项（终止协议或有权终止或撤销协议的情形）
- 抵押品
- 保险
- 借方的声明和保证
- 合同约定事项
- 提供信息的义务
- 成本、税收和附加费用
- 与贷款/转让/转账/银团贷款相关的条款[注]
- 适用法律和司法管辖权

上述合同条款的内容根据协议签署地所在国的现行法律而有所不同。在英美法系国家，所有事项都必须符合贷款协议的规定，因为贷款协议是对各方（银行和借方）关系进行管辖规定的唯一来源。而在大陆法系国家，合同必须更加简明，因为法定条文可以作为合约关系管理的一个参照来源。这意味着适用于合约关系的法律来源不仅包括合同，还包括所参照的法律法规。通常，合同中可以无须重申相关法律法规。

澄清这一点后，下文将阐述各个法律制度中常见的合同重要条款。每个国家特有的条款将在第二部分中予以详述。

3.1 贷款的对象和目的

关于贷款对象的条款通常起草如下：

> 根据本协议条款规定，贷方向借方提供不超过合同承诺金额的中期贷款额度。

结构性贷款有时候规定了贷款的预期用途。因此，除偿还贷款和利息之外，借方还有义务将收到的贷款进行相应的分配，以实现特定的目标。例如，为建筑行业提供信贷的贷款协议包含一项要求借方将贷款用于房地产建设的条款。

> 目的：贷款仅可用于房地产建设的融资。

3.2 先决条件

贷款协议的生效条件是贷方在不晚于合同执行日前收到一套在形式和内容上符合贷方要求的文件。

以下是最常见的协议生效和初始融资的先决条件：

（1）组织章程：一份经核实无误的借方实体的组织章程文件副本。

（2）营业执照：一份由公司登记处签发的、证明借方实体存续的执照。

执照的签发日期不能早于第一笔融资日期前一些公历日（注），且必须包括一份未破产声明。

（3）法律意见书：

- 由专业法律顾问向借方出具一份收件人为贷方的法律意见书。借方为了达成贷款协议应当具备的合法法人地位、能力和资格，以及贷款履行与借方组织章程文件并不冲突这一事实都需在法律意见书中进行说明
- 法律意见书也要对每个担保人（如果存在的话）提供担保的资格和能力进行说明

除非满足贷方的一些条件，否则贷方没有义务进一步提供贷款额度。最常见的条件有：

（1）融资通知：借方递送要求拨付部分贷款的融资通知。

（2）承诺贷款额：发放部分贷款后，未偿本金不能超过承诺贷款额。

（3）无违约条款：未出现违约或违约事件，或者提供的贷款额度不会导致违约或违约事件。

（4）授权：借方需取得递送融资通知所需各公司的授权。

借方交给贷方的每份认证文件在提交前的几日之内需经过借方主管人员的确认，保证其为原件的真实副本。

如果借方已经要求拨付事先确定的一定数额的贷款（无论未提取的承诺贷款额是多少），通常无须递送融资通知。

3.3 贷款额

贷款额主要取决于以下3个变量：

- 拟进行贷款融资的项目，并因此得出的房地产的价值和/或建设成本，以及它的盈利率
- 提供的抵押物
- 借方的信誉度

贷款额可以通过单次授信额度拨付，或通过二次授信拨付。例如，向借方发放贷款，用以支付收购成本。

拟对一项房地产的建设进行融资的贷款额将在协议中予以明确，并按照工程的进展状况进行支取（支取的最大额度在协议中予以明确，并受补充协议的制约）。如下例中的条款所示，实际支取的贷款额将取决于协议中的约定事项［尤其包括LTC（贷款、成本比）、LTV（贷款价值比）、DSCR（偿债保障比率）和ICR（利息备付率）］。

贷方向借方提供的定期贷款额度总计不低于：

- 承诺贷款总额
- 成本的70%
- 房地产价值的50%（通过初步估值得以确定）

当项目需要现金时（即开发项目），也可以分期提取贷款。此外，在对融资征税的国家，对于需要缴纳的税款，允许分期款项适当延期。

3.4 利率

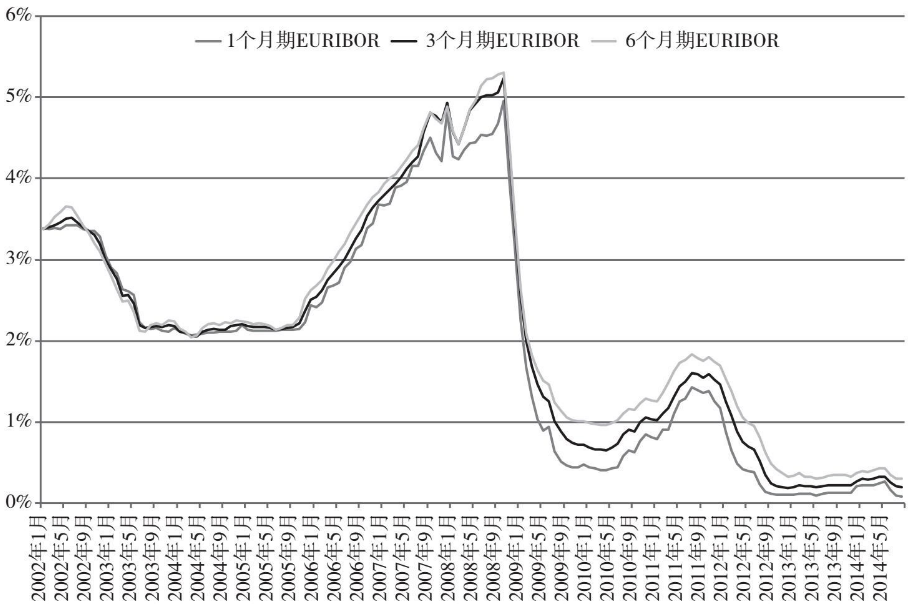
贷款协议规定的利率包括标准利率（基础利率加上保证金率）和违约利率。

根据标准利率的不同，贷款协议可以细分为两大类型：固定利率贷款和浮动利率贷款。

协议当事方将就利率类型和利率差进行谈判。显然，交易的风险越大，利率差越高。作为银行提供的中介服务和其他服务的报酬来源，利率差还吸纳了信贷风险成分。

商定的实际利率将关注基准利率的变化：

- 如果选择固定利率，通常使用IRS（利率掉期）比率（如图表3-2示例中的欧元利率掉期比率）
- 在欧元区国家，如果选择浮动利率，通常参考EURIBOR（欧洲银行间欧元同业拆借利率）（EURIBOR趋势如图表3-1所示）。但对于其他主要货币而言，使用的是LIBOR（伦敦银行同业拆借利率）



图表3-1 EURIBOR利率趋势

数据来源：Thomson Financial Datastream

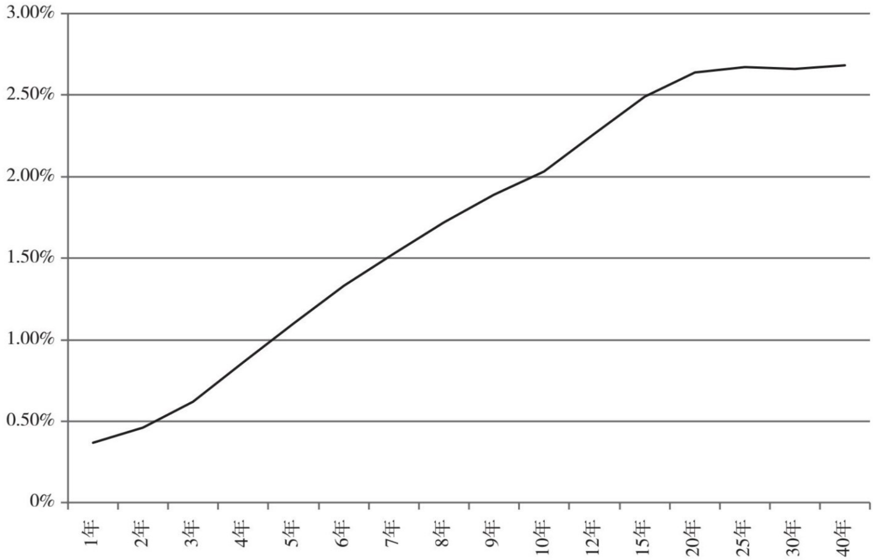
对于固定利率贷款而言，利率在整个贷款期限内（或在预定的一个期限内）保持不变。借方从一开始就知晓应付分期贷款的确切金额。

对于这一类型的贷款，借方不会因利率上升而受到影响，但它有两个缺点。一是更高的潜在成本（当利率下降时）；二是对于同样特点的贷款，固定利率往往高于浮动利率。

对于浮动利率贷款而言，在整个贷款期限内，一开始并不设定利率。但利率会定期根据基准利率（1～12个月期的EURIBOR或LIBOR）发生变化。

浮动利率的初始成本较低，但也使借方完全暴露在利率风险之下。

如果借方还款有任何延期，将采用违约利率。通常，违约利率是利率和商定的逾期保证金率之和。违约金的计算以延期还款的天数为基础。例如，如果一笔1 000欧元的分期贷款延迟了15天还款，且违约利率设定为7%，那么应付违约金为2.88欧元（1 000欧元×15天/365天×7%）。



图表3-2 在某个固定日期，不同到期日的欧元利率掉期比率
数据来源：Thomson Financial Datastream，截至2014年7月8日

3.5 利率风险规避

在结构性房地产贷款中，项目产生的现金流（例如租金和/或通过出售进行融资的房地产而获得的款项）用于偿还分期贷款。因此，进行融资的房地产项目必须在现金支付（租金和/或销售款）和支出（分期贷款加上成本）之间取得平衡。如果浮动利率上升，贷款分期也相应增加。这将增加交易违约的可能性。鉴于此原因，如果没有选择固定利率，那么规避利率风险是有必要的。常见的利率规避形式(注)有利率上限、利率上下限和利率掉期。

3.5.1 利率上限

利率上限，简称上限，是用于规避利率上升风险的工具。借方在继续支付浮动利息的同时也可以支付一定的费用以获得采取利率上限的权利（不一定必须从贷方，通常从银行）。如果利率超过商定的上限，第三方（也称订约方）将在每笔贷款分期到期时向银行支付利率上限和实际利率的差额。(注)

显然，借方可选择采用利率上限，确保债务的还本付息[注]维持在可持续水平。因此，运营现金流（如租金支付）和财务约定事项（如DSCR和ICR）的计算将基于所选择的上限水平。

利率上限越低，借方需要向订约方支付的费用越高，反之亦然。

3.5.2 利率上下限

通过利率上下限可以降低或完全消除利率上限的成本。与利率上限相比，利率上下限使到期的分期贷款更为均匀。实际上，利率上下限是利率上限和利率下限（利率下限与利率上限完全相反，它设定的是最低利率，而不是最高利率）的结合。因此，利率可以在利率上下限的设定范围内变动。包含利率上下限的交易允许购买利率上限或出售利率下限。如果利率超过了利率上限，对手方将支付利率差；但如果利率低于利率下限，借方将向对手方支付利率差。使用利率上限和利率上下限规避风险的示例如图表3-3所示。

时间		1	2	3	4	5	6	7
利率差	a	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
上限	b	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
下限	c	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
欧元利率掉期	d	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
欧洲银行间欧元同业拆借利率	e	2.5%	2.75%	3.25%	4.75%	4%	2.25%	0.75%
差额	f = d – e	1.5%	1.25%	0.75%	–0.75%	0%	1.75%	3.25%
固定利率	**g**	**6%**	**6%**	**6%**	**6%**	**6%**	**6%**	**6%**
浮动利率	h = a + e	4.5%	4.75%	5.25%	6.75%	6%	4.25%	2.75%
上限	i = min (b; h)	4.5%	4.75%	5.25%	6.5%	6%	4.25%	2.75%
下限	j = max (c; h)	4.5%	4.75%	5.25%	6.75%	6%	4.25%	3.5%
上下限	k = max (if (b>h; h; b); c)	4.5%	4.75%	5.25%	6.5%	6%	4.25%	3.5%
固定利率–浮动利率	*l = g – h*	*1.5%*	*1.25%*	*0.75%*	*–0.75%*	*0%*	*1.75%*	*3.25%*
固定利率–利率上限	*m = g – i*	*1.5%*	*1.25%*	*0.75%*	*–0.5%*	*0%*	*1.75%*	*3.25%*
固定利率–利率下限	*n = g – j*	*1.5%*	*1.25%*	*0.75%*	*–0.75%*	*0%*	*1.75%*	*2.5%*
固定利率–利率上下限	*o = g – k*	*1.5%*	*1.25%*	*0.75%*	*–0.5%*	*0%*	*1.75%*	*2.5%*

图表3-3 使用利率上限和利率上下限进行风险规避

3.5.3 利率掉期

另一种利率风险规避的形式是利率掉期（IRS）。在利率掉期合约中，当

事方承诺在预先确定的日期支付或收取根据不同利率之间差额计算出的金额。实际上，利率掉期可以视作两个寻求利率变化风险规避的交易方对利率支付的交换。

利率掉期是在预先确定的时期内，以一定数额的参考本金（名义上的）为基准，计算合约期限的利息支付的交换。借方将向订约方支付固定利率，而订约方支付浮动利率。协议中的参考本金任何时候都不在双方之间交换。

卖方（通常是银行）的应收利率是固定利率，而买方（借方）的应收利率是浮动利率。双方根据此固定利率和浮动利率互相交换利率支付款项。两个利率的差额决定了由哪一方支付到期应付差额。只要浮动利率不超过在合同期限内商定的固定利率，订约方银行即可获得现金流入。但如果浮动利率（例如欧洲银行间欧元同业拆借利率）超过实现约定的固定利率，订约方将出现现金流出，以用于支付贷款利息。

与固定利率贷款协议相反，利率掉期协议是买方与非仅限于贷款行的订约方单独签订的。在此情况下，必须在合同中明确做出承诺或安排，将支付的利息（对手方的现金流出和借方的现金流入）指定用于偿还贷款。此外，在有些情况下，此类掉期合约可以在贷款协议之下互相转让。在赎回贷款时，根据当时的利率水平，掉期合约有可能给借方带来利息支付的补偿或负债。

案例3.1

假设一个浮动利率贷款的利率跟踪的是3个月期EURIBOR，以某个固定利率购买5年期的利率掉期合约。操作的期限分为5个还款期。操作结束后，将再次采用浮动利率。

借方在提取贷款之前签订了掉期协议。在此协议条款下，借方将在每个到期日支付给银行（IRS协议的订约方）固定利率利息（为2.5%），并收取银行的浮动利率利息，计算标准是3个月期EURIBOR。

在图表3-4所示的案例中，当3个月期EURIBOR超过利率掉期的固定利息时，借方将收取的掉期利息用于支付贷款利息。

名义金额	10 000 000欧元			
还款期（A）	浮动利率（B）	固定利率（C）	利差%（B–C）	净现金流（欧元）
1	2.2%	2.5%	（2.2%–2.5%）=–0.3%	–30 000
2	2.4%	2.5%	（2.4%–2.5%）=–0.1%	–10 000
3	2.6%	2.5%	（2.6%–2.5%）=0.1%	10 000
4	2.5%	2.5%	（2.5%–2.5%）=0	0
5	2.7%	2.5%	（2.7%–2.5%）=0.2%	20 000

图表3-4 使用利率掉期规避风险的结果

利率掉期合约可对利率掉期卖方（银行）和买方（借方）之间所有协议的订立进行统一规定：

- 用于计算交换的利息流的参考金额（名义金额）
- 参考金额的计价货币
- 固定利率，也被称作掉期利率，代表利率掉期的价格

作为协议的首要要素，明确的利率水平将取决于很多因素，例如：

- 协议期限
- 浮动利率的参考参数（对于欧元交易而言，通常为3个月期或6个月期的EURIBOR；对于非欧元交易而言，则为3个月期或6个月期的LIBOR）和其他决定交易特点的要素
- 设定浮动利率的定价日[注]
- 当应付利息到期时，以固定利率或浮动利率支付利息的频率[注]（每年、每季度或每6个月）

举一个简单的例子可能会对说明利率掉期机制有所助益。

除了适用以上简单结构外，还可以根据具体贷款的避险要求使用掉期协议。尤其是，分期偿还掉期可以使名义本金随着贷款期限的缩短而减少。例如，对于一个特定的贷款而言，缔约方可以约定利率差的计算基础为每

个还款期结束时的不同名义金额。名义金额随着贷款的还款进度逐步减少。

利率掉期可以与掉期期权相结合。掉期期权授予买家的是在未来某个给定的日期，根据提前规定的条款（期限和参考利率）签署一项掉期协议的权利，而不是义务。

利率掉期和可撤销期权结合起来，即为可撤销利率掉期。可撤销利率掉期使得合约方之一有权在某个特定日撤销利率掉期，而无须支付罚金。

最后，除了订立避险协议或选择固定利率外，缔约方还可在贷款协议中加入一个“降低率下限”的条款。在此条款下，借方向银行提供一个不可撤销授权，当掉期利率达到约定的临界值时，将浮动利率转换成固定利率。

> ### 案例3.2
>
> 如果合约利率与EURIBOR绑定，利率为1%，协议订立时的掉期利率为3%。掉期临界利率设定为4%（“降低率下限”水平）。当掉期利率达到4%时，银行必须立即将浮动利率转成固定利率，以确保利率继续上升不会给银行方造成任何负债。因此，掉期临界利率的目标是，如果预期利率继续上升，就可以起到保护银行的作用。这样的条款是不可逆的，因而往往也会引起争议。

3.6 贷款配置

房地产投资组合通过销售单个房地产项目偿还房地产贷款。房地产投资组合贷款在贷款金额分配（ALA）表中将债务分配给每个房地产项目。贷款配置的影响是根本性的，因为如果借方售出其中一项房地产，但是未对债务转移给买方做好安排，那么卖方将被要求向贷方偿还一定金额。需偿还的贷款金额等同于协议附加条款表格中双方约定的分配给售出的抵押房地产的债务的一个百分比（通常大于100%，这个百分比也被换算为释出系数或释出价格）。

这一机制可以用于降低贷方的风险，因为债务的减少比例远大于用于抵押房地产价值的减少比例。这样，即使“最优质的房地产”(注)是首先被出售的，银行遭受实际风险的降低幅度也可覆盖售出房地产的比例［为了避免出现银行剩余贷款具有同样的LTV（贷款价值比），空置的和/或难出售的房地产为银行剩余贷款提供了担保］。我们用一个简单的例子解释ALA。

案例3.3

贷方为房地产投资组合提供融资。房地产投资组合由10处同等价值总值1 000欧元贷款额为600欧元（LTV为60%）的房地产组成。在贷款金额配置中，每个房地产分配的贷款额为60欧元，其释出系数暂定为135%。这意味着，每售出一处房地产，必须向银行支付60欧元的135%，即81欧元。

因此，必须售出8处房地产才能将全部贷款还清。也就是说，每销售一处房地产，LTV（代表贷方的交易风险）降低的幅度大于未售出房地产的价值下降的幅度。在此情况下，售出5处房地产后，借方必须向银行偿还405欧元。此时，仍有195欧元的债务未偿还，剩余的抵押房地产价值为500欧元，LTV降低到39%。分配的贷款金额和影响贷款的释出系数效应如图表3-5所示。

房地产数量	10
每处房地产的价值（欧元）	100
房地产组合的价值（欧元）	1 000
LTV（%）	60
房地产组合的贷款金额（欧元）	600
每处房地产分配的贷款金额（欧元）	60
释出系数百分比（%）	135
释出价格（欧元）	81

处置数量	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
还款期期初房地产组合价值（欧元）	1 000	1 000	900	800	700	600	500	400	300	200	100
销售金额（欧元）	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	
还款期期初贷款余额（欧元）	600	600	519	438	357	276	195	114	33	0	0
偿还的本金（欧元）	81	81	81	81	81	81	81	33	0	0	
还款期期末贷款余额（欧元）	600	519	438	357	276	195	114	33	0	0	0
还款期期末房地产组合价值（欧元）	1 000	900	800	700	600	500	400	300	200	100	0
LTV	*60%*	*58%*	*55%*	*51%*	*46%*	*39%*	*29%*	*11%*			

图表3-5 贷款金额分配

3.7 贷款偿还进度

一般而言，此条款规定了贷款偿还进度和还款规则（月度、季度、半年度

或年度）。根据具体的合同条款和贷款协议的对象，合约当事人可选择第四章中所具体说明的强制性还款流程中的一种。最常用的有：

- 子弹式还款
- 净息还款计划（半子弹式还款）
- 漂浮式还款
- 固定还款计划

借方可提前一次性偿还分期贷款，或在满足一定的前提条件（如，借方控制权、发起人、承租人发生变化，以及对房地产进行处置）时，借方或贷方可要求预先支付贷款。

借方必须在到期日时全额偿还所有未清偿的贷款以及借方在融资文件中到期或未清偿的款项。

如以下条款所示，预先支付可以是强制性的或自愿的。

1. 强制性提前还款——处置一处房地产：

（1）借方必须在处置房地产时全额偿还贷款。

（2）在此条款下，任何提前还款必须在房地产处置生效时进行，或在借方收到相关款项时（或之前）进行。

2. 自愿提前还款和取消：

（1）借方可在不少于五个工作日之前以书面形式通知贷方，全额或按比例偿还部分贷款（部分还款额度不低于____，且是____的整数倍）。

（2）借方可在不少于五个工作日之前以书面形式通知银行，取消未使用的全部或部分贷款承诺额度。

3.8 费用

费用是贷方报酬和借方成本的另外一个组成部分。最常见的有：

- 手续费
- 承诺费
- 代理费
- 银团贷款费
- 预先支付和取消费或提前还款费

手续费是提前获得报酬[注]的一种形式。借方在第一笔贷款支取之前支付手续费，用于补偿贷款机构的成本。手续费按谈判确定的总贷款的一定比例计算。

承诺费是自协议订立时起，借方必须向银行支付的（通常，按季度）商定贷款未提款余款部分的一定比例。承诺费从协议生效之日起开始累计计算，延迟未付的承诺费应在首次提款日前支付。

代理费和银团贷款费是借方出于贷款安排和银团贷款活动的考虑而支付的费用。它们通常定期支付（每年支付一次）或预先支付给安排贷款的银行。

当借方要求提前还款时，银行会对此收取提前还款费，当然，银行也很可能免收。根据合同具体规定，提前还款费按提前还款的本金的一定比例计算。这是一项债务人受益的条款，因为根据贷款协议的规定，贷款偿还期限的设定须对双方都有利，这意味着在一段特定的时间内，如果没有银行的同意，债务人不能履行提前还款的义务。提前还款费起到了保护银行免受损失的作用。正是由于银行作为金融中介（通过贷款利差）将无法定期收到报酬这一事实，以及提前赎回贷款所导致的风险和费用，银行将收取提前赎回贷款费进行补偿。提前还款费本质上等同于银行已开展活动的报酬。

下面是一些常见条款的示例。

> 1. 手续费
>
> - 借方需向银行支付的手续费用为……
>
> 2. 提前还款费和取消费

（1）借方必须在提前偿还任何一部分贷款之日支付提前还款费，在取消承诺贷款总额的任一部分之日支付取消费。

（2）提前还款费和取消费为：

- 如果提前还款或取消贷款发生在（某个日期）的当日或之前，按提前还款额或取消的贷款额的2.5%收取
- 如果提前还款或取消贷款发生在（某个日期）之后但在（某个日期）的当日或之前，按提前还款额或取消的贷款额的2%收取
- 如果提前还款或取消贷款发生（某个日期）之后或在（某个日期）之前，按提前还款额或取消的贷款额的1.5%收取
- 如果提前还款或取消贷款发生在（某个日期）之后，按提前还款额或取消的贷款额的0.5%收取

3. 承诺费

- 借方必须支付承诺费。承诺费按贷方承诺贷款额中未取消和未提取的贷款额利润的50%收取

综合现金流量的IRR（内部收益率）不仅需要考虑贷款的提取和本金的偿还，还需要考虑其他所有成本（如财务费用、税收及其他费用）因素。为了计算贷款的总成本，必须先计算IRR。

图表3-6即提供了贷款费用的案例。

贷款金额（欧元）	100万	代理费（欧元）	500
手续费（%）	1.10	银团贷款费（欧元）	700
承诺费（%）	0.45	固定利息率（%）	5

时间	0	1	2	3	4	5
还款期期初贷款余额（欧元）	350 000	650 000	850 000	1 000 000	550 000	
承诺额度（欧元）	1 000 000	650 000	350 000	150 000	0	0
提取比例（%）	35	30	20	15		
提取金额（欧元）	350 000	300 000	200 000	150 000	0	0
还款比例（%）					45	55
还款金额（欧元）					450 000	550 000
还款期期末贷款余额（欧元）	350 000	650 000	850 000	1 000 000	550 000	0
手续费（欧元）	11 000	0	0	0	0	0
承诺费（欧元）	0	2 925	1 575	675	0	0
代理费（欧元）	500	500	500	500	500	500
银团贷款费（欧元）	700	700	700	700	700	700
利息（欧元）	0	17 500	32 500	42 500	50 000	27 500
总现金流（欧元）	*337 800*	*278 375*	*164 725*	*105 625*	*–501 200*	*–578 700*
实际成本（%）	*5.77*					

图表3-6 贷款和银行费用

使用内部收益率公式可以计算出融资的实际成本。融资的实际成本也代表了贷方的实际回报。由于各种费用的存在，实际的融资成本要比约定的利率高。

3.9 贷款的支取频率和流程

通常来说，第一笔贷款提取[注]的前提条件是根据协议规定的优先次序，提供了所有形式的担保，并经法律、税务和技术尽职调查证实贷款发放时所做出的所有假设。

提取贷款的请求一旦被银行接受，便不可撤销，并受制于一系列条件。特别需要指出的是，提取贷款的请求必须指定提取日期。在任何情形下，该提取贷款的日期必须在提出要求之日之前。例如，当借方要求提取的贷款用于购买一处房地产时，提取贷款的日期必须与房地产购买交易达成的日期吻合。

请求还必须说明提取的贷款金额，其应与各自的融资额度相关。

3.10 违约事项

融资协议中包括所有引起融资违约的条款。违约的结果是贷方有权要求全额偿还贷款。下面列举出一些违约事项的条款。

以下条款中规定的每个事项均为违约事项。

1. 不付款

借方在到期日未依照融资文件明确规定的地点以指定货币支付任何应付款项。除非（发生下列情况）：

- 无法支付的原因是行政或技术错误或干扰事件
- 到期日之后的三个工作日内完成了支付

2. 违约责任

（1）借方未遵守以下条款中的任何一项：

- 条款……

（2）借方未遵守融资文件条款中的任何一项，除非未履约情况：

- 有能力进行补救，且
- 在银行发出通知和借方开始察觉到违约后的十日内得到补救

3. 失实陈述

在借方或借方代表递送的任何融资文件或任何文件内，借方在任何重大问题上做出或重复了失实陈述。除非造成失实陈述的情况：

- 可以补救，且
- 在银行发出通知和借方开始察觉到失实陈述（视情况

而定）后的十日内得到补救

4. 连带违约

（1）借方的任何金融债务在到期时或在任何最初适用的宽限期内未得到偿还。

（2）由于发生违约事件，借方的任何金融债务在其指定到期日之前被宣布到期或即将到期。

（3）由于发生违约事件，借方的任何金融贷款承诺被借方的债权人取消或推迟。

5. 资不抵债

（1）在任何法律范畴内，借方在债务到期时无力或被认为无力偿还债务，破产或承认无法偿还债务，推迟偿还债务或宣布将推迟偿还债务，由于财务困难，开始与其债务人谈判，以重新确定债务的还款进度。

（2）借方宣布延期偿还任何一项债务。

6. 破产程序

除非另有规定，否则借方发生下列任何一种情况均被视为进入破产程序：

- 借方与其任何一个债务人采取了任何目的为延期偿还或债务和解、债务转让或类似安排的行动
- 借方的股东、董事或其他主管召集会议，目的是对向法院申请或提交文件进行清算、处罚、解散或任何此类的决议进行商议
- 任何个人向法院就借方的清算、处罚、结算提交诉状或请求立案
- 下达借方清算、处罚或解散的命令

- 任命与借方或其资产有关的任何清算人、破产委托人、司法保管人、强制经理人、接管人、行政接管人、管理人或类似主管
- 借方的股东、董事或其他主管要求任命清算人、破产委托人、司法保管人、强制经理人、接管人、行政接管人、管理人或类似主管或发出有意任命的通知。或
- 在任何司法管辖区内采取了任何其他类似的行动或程序

7. 债权人的法律手段

任何受征用、查封、扣押或执行影响的借方资产总价值超过____欧元，并____在____天内未得到解除。

8. 违法和拒付（融资文件）

（1）借方履行融资文件确立义务的行为违法或即将违法。

（2）任何融资文件按照其条款而言是无效的或因为某种理由被借方宣布无效。

（3）借方拒绝履行融资文件或有迹象意图拒绝履行融资文件。

9. 停止营业

借方停止营业或威胁停业的处理行为未经融资文件许可。

10. 强制购买

- 房地产的任何部分被强制购买或有关地方当局下达强制购买全部或部分房地产的命令，且
- 在（行事理智的）贷方看来，考虑到应付的赔偿数额

和支付时间，强制购买有或将有重大不利影响

11. 重大损坏

- 房地产的任何部分被破坏或损毁，且
- 在（行事理智的）贷方看来，考虑到按照协议条款规定收到的保险赔款数额和支付时间，破坏或损害有或将有重大不利影响

12. 重大不利变化

在（行事理智的）贷方看来，一个事件或一系列事件的发生有重大不利影响，或相当有可能产生重大不利影响。

13. 加速

未解决的违约事件发生时以及发生以后，银行可以（而如果得到贷方的指示，则必须）向借方发送以下通知：

- 立刻取消全额贷款承诺
- 宣布全部或部分贷款，加上应计利息，以及融资文件中所有其他应计和未付款项即刻到期
- 宣布全部或部分贷款随要随付。在收到主要贷方的指示后，如银行索要，借方必须立即付款

3.11 房地产保险

当房地产作为抵押品遭到毁坏时（例如由于火灾或爆炸造成毁坏），为了恢复抵押房地产的原始价值（在出现部分损坏的情况时）或全额赎回债务，借方需承担所有保险成本。在涉及租赁房地产的情况时，对无法售出受损房地产所造成的损失提供部分赔偿的保险单也是必需的。

此外，如果在法定评估师基于客观市场参数做出的报告中，房地产的一般价格或当地价格有所下降而导致抵押品价值降低，合同将赋予银行要求相应增加抵押品，或要求提供合适的抵押品和/或要求偿还部分贷款的权利。

以下是此类条款的一个详细示例。

保险范围

1. 借方承诺：

（1）执行和维持所有与房地产相关的风险保单。在保险金额和保险覆盖的风险范围上符合最有利的市场惯例，且在形式和实质内容上均令银行满意（“保险单”条款）。

（2）继续维持与在相关领域有足够经验的领先的保险公司签订保险单。

（3）按时支付保险单的每笔保险费和其他费用，并在收到代理行的书面请求时，立即提供保险收据的副本或其他类似支付的书面证据。

（4）没有提前得到借方（咨询银行）的同意，不能对任何保险单进行修改，在任何情况下都不能使保险单无效或失效。

（5）在投保任何新保险时，立即

- 向银行提供每份保险单（包括任何实际的或潜在的赔偿损害要求）的详细细节
- 确保此保险单的应收账款按照担保转让的担保方式进行转让，且所有流程和手续均具有有效性和可执行性

（6）当银行有理由推断出保险单承保的价值或风险不足时，应银行要求，须增加此保险单承保的价值和/或对承保风险的类别进行修改，直到银行认为达到合适的程度。

2. 当借方无法达到或遵守此条款下的要求和义务时，银行有权（但不是义务）代表借方购买新的保险单

和/或签订新的保险协议。在此情况下，借方有义务在银行发出相关书面请求的15个工作日内向银行支付由此造成的一切费用。

3.12 声明与保证

声明与保证包括借方在贷款期限内做出的所有陈述，目的是让合同所有当事人知晓，贷款授予的基础是协议签订时借方披露的经济、财务、法律和税务情况。如果提供的信息出现任何重大不符或违约，且随后得到确认，那么银行可以终止协议和/或拒绝支付贷款。

此类协议通常采用下列格式。在条款中，借方对各融资方都做出声明和保证。

下面是此类条款的一个详细示例。

1. 身份

（1）借方和各融资方均是遵照其司法管辖区的法律正式组建并合法存在的有限责任法人。

（2）借方和各融资方有权持有其资产并继续开展正在进行的业务。

2. 法律效力

（1）借方和各融资方签订的各交易文件都必须遵守法律的一般原则。一般原则对此协议要求递交的法律意见书中明确规定的借方义务进行限制。对借方而言，交易文件中载明了具有法律效力、约束力和强制执行力的义务。

（2）借方和各融资方签订的各交易文件在借方法人所属的司法管辖区执行时，文件的格式须符合相应的要求。

3. 与其他义务不冲突

借方和每个融资方签署交易文件的行为以及交易文件预期的交易在现在和将来均不与下列事项冲突：

- 任何适用于借方或融资方的法律或法规

- 借方或相关融资方的组织章程文件，或
- 任何对借方或相关融资方或其他相关租赁资产有约束力的协议或文书

4. 权利和授权

借方和每个融资方有权签订、执行和递交借方作为当事方的交易文件并进行此类交易文件预期的交易和采取所有必要行动对其签订、执行和递交的行为进行授权。

5. 证据的有效性和可接受性

- 除此条款规定外，所有使借方和各融资方依法签署交易文件和执行交易文件的权利和义务所需的授权，和
- 所有使借方和各融资方签订的交易文件在借方所属的司法管辖区内具有证据上的可接受性。

已经获得或已经执行并全部生效。

6. 适用法律和执行

遵循对借方义务进行限制的所有一般性法律原则，并在此协议必需的任何法律意见书中提出。

- 作为融资文件的适用法律，______法在每个融资方所属的司法管辖区均得到认可和执行
- 在______得到的任何与融资文件相关的判决在各融资方所属的司法管辖区均得到认可和执行
- 根据各融资方所属的司法管辖区的法律规定，此协议下借方和各融资方向______法院递交的不予借方或借方资产享有豁免权的不可撤销请求是合法有效且具有约束力的

7. 无违约

（1）无未解决的违约事项，且任何交易文件预期的每一交易的执行或实施均不会导致违约事项。

（2）在任何其他对借方有约束力或对借方资产的制约已存在或有可能带来重大不利影响的协议或金融工具下，无任何可能造成违约的其他事项或情况。

8. 信息

（1）在此分条款下，信息指的是借方或借方代表提交的关于交易文件的商务计划和其他所有书面信息。

（2）信息条款包含的任何基于事实的信息在所有重要方面及日期（如果适当的话）或规定的日期（如果有的话），都是真实和准确的。

（3）信息条款包含的财务预测基于近期历史信息和合理的假设。

（4）信息条款包含的意见、预期、目的或政策的每种表述都是经过仔细考虑和征询做出的。借方相信它们在提供日期之前是公平和合理的，且能得到适当的支持。

（5）信息条款在截至起草日时未遗漏任何如果披露将导致信息条款在任何重大问题上不实或产生误导的信息。

（6）从信息条款被送达至行政方之日起，截至使用日期时，未发生任何如果披露将导致信息条款在任何重大问题上不实或产生误导的事件。

9. 估值

（1）借方或借方代表向评估师提供的所有以估值为

目的的事实性书面信息条款在截至提供日期时或截至借方规定的日期时，是真实和准确的。

（2）借方相信，______节中提到的信息条款里包含的基于近期历史信息和假设的任何财务预测在截至准备日期时是公平合理的。

（3）借方未因疏忽忘记提供任何如果披露将对估值造成重大不利影响的信息。

（4）在只有初始估值的情况下，从______节所提及信息的提供之日起到初始估值之前，未发生任何对初始估值有重大影响的事件。

10. 所有权报告之信息

（1）借方或借方代表向起草所有权报告的律师提供的任何以所有权报告为目的、基于事实的书面信息，在所有重要方面及日期（如果适当的话）或规定的日期（如果有的话）是真实准确的。

（2）______节提及的信息在借方明确表示提供之日时是完整的，且未遗漏任何如果披露将导致信息条款在任何重大事项上出现不实或产生误导的信息。

（3）从______节提及的任何信息的提供之日起，截至使用日期，未发生任何如果披露将导致信息条款在任何重大问题上不实或产生误导的事件。

11. 财务报表

（1）近期递送给银行的借方的审计财务报表：

- 符合借方所属的司法管辖区普遍接受和始终适用的会计准则和实践，且
- 在截至起草之日时，能公平地反映借方的财务状况

（合并报表，如果适用的话）

- 除非在某些情况下，那些财务报表披露与之相反的信息

（2）从______节中提及的财务报表起草之日起，借方的合并财务报表未发生任何重大不利变化。

12. 无其他业务

（1）从借方成立之日起，除了在相关房地产上进行对借方有益的收购（包括为收购进行的筹资）、所有权占有和管理之外，借方未从事或经营任何业务。

（2）除了交易文件外，借方不是任何实质性协议的当事方。

（3）借方：

- 现在没有任何雇员或曾经未有过任何雇员
- 没有任何附属机构
- 对任何个人均没有支付退休金或职业养老金的义务

13. 抵押排名

由于抵押文件或租赁抵押协议和涉及的资产并没受到任何优先抵押权益或同等优先抵押权益的制约，它们提供的抵押实际上构成了这些资产的绝对优先抵押权益。

14. 诉讼程序

在任何法庭或仲裁机构均未有正在进行的或（基于最大的了解和信任）行将发生的，相当有可能对借方不利，且如果对借方做出不利裁决，将产生重大不利影响的诉讼、仲裁或行政程序。

15. 环境法规

基于最大的了解和信任（经充分咨询后），且除在所有权报告或估值中披露之外，借方：

- 在截至协议签订日期时，已获得其房地产所有权和经营权所必需的所有环境许可
- 到目前为止，一直遵守______节中提及的环境许可和所有环境法规的规定。如借方未遵守，将很有可能造成重大不利影响
- 没有行将发生的或对借方不利的有关环保的索赔，且目前不存在任何可能造成不利于借方的环保索赔的情况。如果情况得到证实，将很有可能造成重大不利影响。且
- 在房地产场地内未曾使用、储存或倾倒众所周知对健康或安全有危害的，或当前存在此类有可能产生重大不利影响的物质

3.13 提供信息的义务

为了确保得到更好的保护，贷方还必须与借方就一系列条款进行谈判。此类条款可以保证借方及时向贷方提供有关借方“健康状况”和交易的信息。根据此类条款的规定，借方有义务告知贷方在协议订立之后发生的任何可能造成重大不利影响的纠纷、仲裁程序或行政程序。

其他议定的条款旨在在贷款期限内对房地产操作实施监控。借方必须将它出售或置换房地产或获取任何其他实际所有权的意图预先通知银行。尤其是当进行融资的房地产受制于新的房地产管理协议时，对借方的限制性条款可能要求借方提前获得贷方的同意。

上文提到的披露义务还包括贷方指定评估师确定房地产的OMV（公开市场价值）。披露义务的示例如下。

从协议签订之日开始，只要融资文件仍存在未偿金额或任何生效的保证，有关信息的承诺仍然有效。

有关公司担保人的承诺在公司担保的有效期内持续有效。

- 此条款（信息承诺）中有关公司担保人的承诺在赞助函和套期保值赞助函的有效期内持续生效

财务报表

借方须向银行提供：

（1）在每个财务年度结束后的___天内，借方、担保人、公司担保人和配额持有人未审计和审计过（如果有）的财务报表。

（2）在每半个财务年度结束后的___天内，借方、担保人、公司担保人和配额持有人未审计半年财务报表。

（3）在任何融资方（通过代理人）合理要求下，立即提供关于借方财务状况的更多信息，但不能违反法律强制规定的限制性要求。

有关财务报表的要求

（1）根据___条（财务报表）要求，借方递交的每份财务报表和其他文件必须经过借方、担保人等法定代表确认，公正地反映截至这些财务报表起草日期时的财务状况。

（2）根据___条（财务报表）的___条和___条的规定，借方须确保递交的每份财务报表的编制所使用的是GAAP（公认会计准则）或IAS（国际会计准则），以及适用法律或IAS规定的当地适用的基本会计准

则。公司担保人和担保人的情况同样适用上述规定。

（3）如果GAAP或IAS、会计实务或参考时期将发生任何预期变化，借方必须通知银行，且在形式和内容上按照银行要求充分提供相关信息，以便贷方确定是否符合____条（财务约定事项）的要求。

报告和最新商业计划书

1. 在不损害贷方随时要求借方提供由贷方承担费用的估值报告的权利的情况下，借方须向银行提供：

（1）一份由借方承担费用的估值报告。

（2）一份租赁和房地产的季度报告，费用由借方承担。

（3）一份最新的商业计划书，须详细说明针对初始商务计划或上一个版本的更新商务计划（视情况而定）所做出更新和/或变动的部分。如果与任何造成成本超支的变动相关的项目监控报告和商务计划的细节无法令银行满意，那么代理行将有权要求借方做出更详细的解释说明。

（4）一份对下述事项进行说明的报告：

- 在形式上充分满足代理行要求的，且基于通常由借方制作的供内部使用的标准的开发进度
- 现金流分析
- 对初步的销售和购买协议造成任何实质性违约的细则，以及针对此类违约正在采取的补救措施

（5）一份关于房地产的最新资料，须确认房地产无任何担保。

2. 在____条中列出的所有报告编制完成后须立即提供给贷方：

（1）对于估值报告，从做出初始估值之日起算一年不超过一次。如发生违约事件，必须在发生后的60天内提供估值报告。

（2）对于每份租赁、房地产报告和最新商业计划书，从第一次使用时起至到期日，每季度提交一次。

（3）对于____条中规定的报告，从第一次使用时起至到期日，每月提交一次。

（4）对于____条中规定的报告，从第一次使用时起，每12个公历月提交一次。

3. 每份估值报告须提供原件，且必须经借方授权代表签署（或会签，如果需要）。

了解客户的要求

（1）应贷方要求，借方须立即提供任何可让贷方执行和使之符合所有适用法律规定的“了解您的客户”的控制要求的文件。

（2）借方明确向融资方确认根据此协议筹集的所有资金已经用于或将用于获得借方的直接利益。为了达到此目的，借方确认：

- 借方以自己的名义行动，而不是以贷方或受托人或银行的名义和/或代表第三方的利益
- 融资文件预期的交易不违反任何旨在防止洗钱的法律、法规或任何其他政府规定或程序

信息：其他条款

1. 借方须向银行提供：

（1）即时生效的销售与购买协议及租赁委托协议。

（2）委托外部评估师做出的所有与房地产相关的估值报告的副本。

（3）向银行提供正在进行的以书面形式对借方和/或房地产有威胁性的或行将发生的，以及所产生的消极后果将造成重大不利影响的所有诉讼、仲裁和行政诉讼的细节。

（4）仅当借方开始获悉相关索赔后，借方须提供正在进行的以书面形式对卖主或开发商构成威胁的，或行将发生的索赔的细节。但在只有现行索赔的情况下，必须在初步销售和购买协议执行之前提供上述细节。根据交易文件的条款，在收到银行合理要求的20个工作日内，借方须提供与融资文件相关的任何其他个人的书面信息以及其他与房地产相关的信息。

（5）如果提供给银行的信息或银行自主收集的信息中产生了获得关于担保人和公司担保人的资料的合理需要，借方须在任何融资方通过银行提出合理要求时提供此类信息或有关担保人和公司担保人财务状况的解释。

（6）提供任何其他可能对借方和/或房地产和/或项目开发和/或融资方在融资文件中的权利产生不利的事项（为了避免疑惑，此类事项包括房地产的任何核准担保物权，如果有的话）的细节。

2. 借方应与项目监控人及时沟通有关开发团队和任何

实质性改变的细节。

违约通知

如有任何违约（以及采取的补救措施，如果有的话），借方必须在知晓其发生后立即通知银行。

合约完成证明书

借方必须在每个利息支付日向银行提供一份证明书：

- 证明当前无违约（或，如果当前有违约事项，详细说明违约事项和正在采取的补救措施，如果有的话），且
- 对截至利息支付日时的ICR/DSCR/LTV的计算细节进行适当说明，并证明借方遵守了其在ICR/DSCR/LTV方面的义务。

3.14 成本、税收和辅助性费用

除了应支付给银行的费用外，协议必须明确说明借方需要承担哪些成本，其中包括根据银行透明度条例规定的定期通知的成本。协议可能赋予银行改变利率或任何其他对借方不利的价格或条款的权利。协议必须明确规定此权利，且相关条款必须获得借方的明确同意，并符合银行透明度条例的要求。

3.15 合同约定事项

约定事项是缔约方在谈判阶段商定的一项合同条款。约定事项授予银行在发生合同条款中明确规定的事项后重新谈判或终止协议的权利。在约定事项下，借方将承诺不做出对银行权利不利或增加违约风险的行动，而银行通常有权在借方违反约定事项条款（反面约定事项）时重新谈判或终止协议，或可以采取行动在一段时间内对贷款进行监控（正面约定事项）。

在某些约定事项下，如当发生银行交易风险增加的情况时，借方承诺偿还（全额或部分）贷款。

遵守合同约定事项，将有可能：

- 改善贷款融资条款，或当公司和/或交易的信誉评估参数恶化时，使融资条款变得更加严格（以抵消更低或更高的交易信贷风险和利差）
- 导致合同终止。在贷款发放时，情况发生的根本性变化使银行认为有必要要求借方提前偿还贷款（违约事项）

具体而言，合同约定事项可以划分为：

- 资产负债表约定事项
- 财务约定事项

3.15.1 资产负债表约定事项

在资产负债表约定事项下，条款的基础是单独的或合并的资产负债表，通常以借方公司和/或其发起人（在涉及SPV的情况时）的主要经济和财务参数的过往表现作为参考，并设置“红线”，以便确保那些实体的资产和财务结构与承担的贷款水平保持一致。

资产负债表约定事项包括借方公司做出的在整个贷款期限内持续有效的承诺：

- 资产负债表净资本水平不低于规定的最低值
- 总负债与净资本的比值不超出给定的界限
- 当前流动性指标不低于规定的最低值
- 财务费用相对于营业额的比重不超出规定的百分比限值

3.15.2 财务约定事项

财务约定事项与进行融资的房地产交易密切相关。以下是上文提及的约定事项中最常用的财务比率。

利息备付率注（ICR）是指营业收入注（从房地产的租赁和/或销售中获得的收入）与按同期贷款额计算出来的应付给银行的利息的比率。

此比率取决于房地产的类型，可能超过120%~170%。如果利息备付率低于此数值，但仍然高于100%，那么银行将启用其他担保，要求借方出让权益，或扣留所有指定的租金款项（所谓的"现金归集"条款注）直至此比率重新确定。如果比率低于100%，将导致违约事项，因为贷款的应付利息将无法再保障营业收入。

偿债保障比率（DSCR）是指从房地产租赁中获得的营运现金流量与同时期的到期应付给银行的分期贷款（本金加利息）的比率。此比率取决于房地产类型和交易的财务结构，在任何时候都不能超过120%~140%。当低于此数值时，应进行适用于ICR的融资安排。

贷款价值比（LTV）是指授予的贷款金额或应付给银行的剩余贷款金额在计算时相对于房地产的OMV的比率。此比率取决于房地产的相应类型和风险，不能超过房地产价值的60%~80%（虽然对于夹层融资而言，此比率可能高达90%）。很显然，这些百分比随着市场情况和时间的变化而变化。当超出临界值时，借方必须减少贷款额以便恢复商定的LTV。如果借方无法做到，银行可以终止协议。

贷款成本比（LTC）指的是在任何给定的时间内授予借方的贷款额度或应付给银行的剩余贷款额与计算周期内房地产的建设成本的比率。此比率取决于房地产类型，不能超过房地产建设成本的60%~70%（虽然对于夹层融资来说可能高达80%~85%）。当超出临界值时，借方必须减少贷款，以便恢复商定的LTC。如果借方无法做到，银行可以终止协议。此比率通常在建设融资中用于调控贷款支取额度，而不是当作约定事项使用。

改变贷款的融资条款是一件简单的事情，因为贷款的融资条款以这些比率为条件：ICR和/或DSCR的增加和/或LTV/LTC的降低可能导致交易利差的缩小（反之亦然）。

收益贷款比指的是在任何给定时间，与进行融资的房地产相关的租金支付的净值与同时期借方须支付给银行的到期贷款额（净营业收入/贷款额）的比率。对于子弹融资安排而言，可以增加收益贷款退出条款，明确规定贷款到期时必须达到的最低比率（净营业收入/____年贷款期限后的贷款额）。

项目保障比率（PCR）指的是项目整个生命周期的现金流量的现值相对于债务现值的比率。这个比率可以评估在项目的整个生命周期内产生现金流偿还贷款的能力。而整个生命周期也包括偿还贷款后的时期。此比率必须高于1才能令人满意。在项目的金融稳定性一定的情况下，这个比率越高，贷方得到的保护越多。与此相反，借方却试图将这个比率尽量维持在1左右，以便最大限度地利用金融杠杆。注但是，要确定一个标准的绝对值是不可能的，因为银行还将考虑其他量化因素。此外，该比率的重要性是有限的，因为它的高低可能取决于贷款协议规定的贷款偿还期结束之后所产生的现金流。

债务期内保障比率（LLCR）指的是估值日期和债务偿还截止日期之间的现金流现值与估值日期时剩余（或未偿）贷款的比率。此比率在房地产进入运营阶段之前毫无意义。但是，它比上文提到的PCR更有用，因为它所针对的是特定的贷款还款时期内产生的现金流量。此比率应当高于1，以便确保根据规定的还款计划偿还贷款，同时留出可用资金支付股东报酬。

相对于房地产融资而言，在基础设施项目融资交易中最常使用的是后两个比率。

下面用一个简单的案例来说明上述一些约定事项的计算步骤。

案例3.4

一项房地产的当前估值为1 000欧元，租赁后每年产生70欧元的现金流。OMV和房地产现金流预计每年增加2%。因此，房地产的收益固定在7%。融资协议规定利息率根据不同的LTV进行调整（当LTV超过45%时，利息率为6%，除此之外，利息率为5%）。由于还款计划是固定的，LTV逐步降低。LTV、ICR、DSCR和收益贷款比的计算如图表3-7所示。

房地产市场价值	1 000欧元
OMV年度增长率	2%
房地产收益	7%
初始LTV	65.00%
贷款期限（最长35年）	20年
LTV临界值	45%
利息率	
LTV低于临界值	LTV高于临界值
5%	6%

	还款期	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	18	19	20
a	市场价值（欧元）	1 000	1 020	1 040	1 061	1 082	1 104	1 126	1 149	1 172	1 195	1 219	1 428	1 457	1 486
b	房地产现金流（欧元）	70	71	73	74	76	77	79	80	82	84	85	100	102	104
	还款期期初贷款余额（欧元）		650	618	585	553	520	488	455	423	390	358	98	65	33
	贷款支取（欧元）	650													
	贷款偿还（欧元）		33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
c	还款期期末贷款余额（欧元）	650	618	585	553	520	488	455	423	390	358	325	65	33	0
c/a	LTV（%）	65	64	59	55	51	47	43	40	36	33	29	7	4	2
	适用的利率（%）		6	6	6	6	6	5	5	5	5	5	5	5	5
d	支付的利息（欧元）		39	37	35	33	31	24	23	21	20	18	5	3	2
e	债务还本付息（分期）（欧元）		72	70	68	66	64	57	55	54	52	50	37	36	34
d/b	ICR（%）		183	197	212	229	248	323	353	388	429	477	2051	3138	6401
e/b	DSCR（%）		100	105	110	115	121	139	146	153	161	169	267	285	305
b/c	收益贷款比（%）	11	12	12	13	15	16	17	19	21	23	26	154	314	

图表3-7 财务约定事项示例

下面是一个财务约定事项条款的示例。

贷款价值比

1. 借方必须确保贷款价值比在任何时候都不能超过____%。

2. 如果不符合____条的规定，借方将有10个工作日的时间通过下列两项中的一项进行补救：

- 提前偿还一定金额的贷款，使借方符合___条的规定
- 将___条中提及的金额存入纠正账户

3. 如果届时没有未解决的违约事项，一旦借方符合上述___条的规定，银行须根据此条款的规定将已转入纠正账户的金额连同应计利息（不管这个金额是多少）一并转至总账户（依照借方的指示）。

利息备付率

1. 借方必须确保利息备付率在截至每个利息支付日期时不低于 ___%。

2. 如果不符合___条的规定，借方将有10个工作日的时间通过以下事项进行补救：

（1）提前偿还一定金额的贷款（由银行计算），从而降低预期年度融资成本（在利息保障比率的定义中进行了界定）。偿还的贷款额将降低利息保障比率，使之处于___ 节要求的最低值水平。

（2）将一定金额存入纠正账户（由银行计算）。在相关利息支付日期时，借方符合___条规定所必需的年租金水平（在利息备付率的定义中进行了界定）与预期年租金之间的差额等于存入的金额。

（3）在最终到期日之前，借方行使___条（纠正权）中规定的权利的次数总计不能超过6次，或不能在两个连续利息支付日期内行使此权利。

（4）如果届时没有未解决的违约事项，一旦借方符合了上述___条的规定，在第一个利息支付日期（借方存入的日期之后）开始后的连续两个计息期结束后，银行须根据此副条款规定将已转入纠正账户的金

额连同应计利息（不管这个金额是多少）一并转至总账户（依照借方的指示）。

收益贷款比

1. 借方必须确保，此协议签订的4整年后，在每个利息支付日期时，收益贷款比不低于___%。

2. 如果不符合___条的规定，借方将有10个工作日的时间通过下列事项进行补救：

- 提前偿还一定金额的贷款，使借方符合___条的规定
- 将___条中提及的金额存入纠正账户

3. 如果届时没有未解决的违约事项，一旦借方符合了上述___条的规定，在第一个利息支付日期（借方存入的日期之后）开始后的连续两个计息期结束后，银行须根据此副条款规定将已转入纠正账户的金额连同应计利息（不管这个金额是多少）一并转至总账户（依照借方的指示）。

1. 贷款协议必须由各方的授权代表人签署。他们获得授权签署协议，履行合同义务，并代表各方提供抵押。
2. 例如，为了购买一项资产、一个资产组合或为一个开发项目筹集资金。
3. 根据相关法律的规定。
4. 较为常见的是5个公历日。
5. 如需了解不同国家的详情，请参阅本书第二部分。
6. 也被称作逾期利率。
7. 尤其对于住宅抵押而言，有很多其他变体形式。例如，同时规定了固定利率和浮动利率（在预定的间隔时间内可以改变利率）的混合贷款或规定了可变利率不超过某个上限的贷款合同。如需进一步了解，请参阅第3.5

节。

8. 也被称作可变利率。

9. 如需进一步了解信贷风险，也可以参见Altman等人（2004）。

10. 按照惯例，利率掉期的计算先设定浮动利率（通常为EURIBOR或LIBOR），然后以到期应付的固定利率报价。

11. 指的是在不同时期内，一家优等银行向另一家优等银行提供银行间定期存款时的货币市场基准利率。房地产贷款通常与此利率挂钩。它可表现为一项高出基准利率的利润。例如，高于LIBOR或EURIBOR 50个基点（1个基点等于1个百分点的1/100）。

12. 如需进一步了解分期贷款动态，请参阅第四章。

13. 银行往往要求规避第3.5节中详述的利率风险。

14. 请参见Hull（2012）和Fabozzi等人（2007）。

15. 如需参考数值计算的例子，请参阅第4.3.3节（设置利率上限的贷款）。

16. 在此期间到期的贷款总额，即本金和利息之和。

17. 一般是每个区间开始的前两个工作日。

18. 两个利率通常选择同样的到期日。

19. 没有优质或劣质房地产，只有定价是否正确的房地产。“最优质的房地产”通常是估值偏低的、容易销售的。而“最劣质的房地产”是估值比正确的OMV高的房地产。

20. 通常在融资协议订立时支付，因此也被称作先期费用。

21. 也称作支款。

22. 也被称作利息覆盖率。

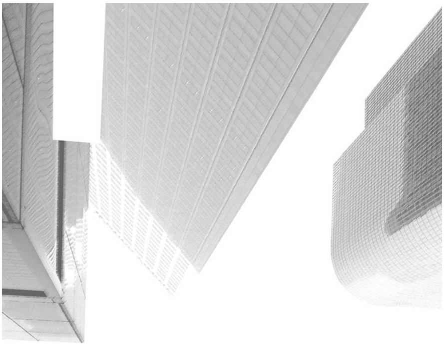
23. 当进行融资的是旅馆项目，且旅馆经营者同时也是旅馆物业的所有者时，计算出的相关现金流是收益总额和所有运营成本总额的差额。根据旅馆业统一会计制度规定，运营总成本包括家具、设备和装置，以及管理费。

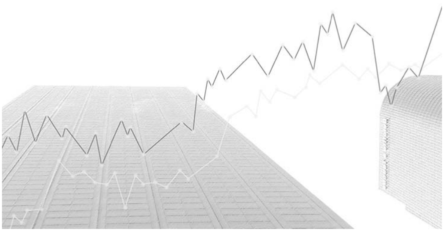
24. 根据现金归集条款，当一个或多个财务约定事项（ICR、DSCR、LTV）没有得到遵守时，借方必须偿还贷款超额部分和/或提供获得银行批准的补充抵押以便满足约定事项的要求。典型的要求是通过使用交易产生的超额

自由现金流来减少未偿的贷款金额。

25. 如需了解房地产组合中杠杆的作用，请参阅Anson和Hudson-Wilson（2003）。

第四章
贷款偿还、利息和重新谈判





本章的第一部分[注]讲述的是最常用的贷款偿还进度安排和利息计算方法，第二部分论述的是贷款重新谈判和贷款调整的相关问题。

对于进行融资的房地产项目的经营现金流而言，确定相匹配的贷款偿还进度安排是十分重要的。因此，本章将论述最典型的贷款偿还进度方案。当然，方案可以根据融资协议[注]进行相应变动。

4.1 子弹式还款

子弹式还款，也称作零摊销（仅付利息）等额还款，它要求在贷款到期时偿还全部本金（在极少数情况下，也要求偿还所有利息[注]）。顾名思义，这种定期还款的形式简单来说就是支付利息。因此，每个还款期期初的未偿还贷款余额是一个与贷款额相等的定值。

案例4.1

如图表4-1的案例所示，在贷款周期中只支付利息，本金仅在到期日偿还。

如图表4–1的案例所示，在贷款周期中只支付利息，本金仅在到期日偿还。

贷款额（欧元）	1 000 000
利率（%）	6
还款期	5

仅付利息还款计划（子弹式）		**1**	**2**	**3**	**4**	**5**
还款期期初贷款余额（欧元）		1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000
贷款支取（欧元）	1 000 000					
应计利息（欧元）		60 000	60 000	60 000	60 000	60 000
已付利息（欧元）		*60 000*	*60 000*	*60 000*	*60 000*	*60 000*
资本偿还（欧元）						*1 000 000*
债务还本付息（分期）（欧元）		60 000	60 000	60 000	60 000	1 060 000
还款期期末贷款余额（欧元）	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	0

图表4-1 子弹式贷款的偿还

4.2 预先摊销（半子弹式）

预先摊销（或半子弹式）是一种仅付利息的贷款偿还计划。它规定仅在某段时间支付利息。这个时间段也被称作仅付利息期。而在随后的还款期中，借方将定期支付利息并偿还本金。此类还款形式在房地产开发项目的建设成本融资中十分常见：仅在房地产建成和/或售出后才偿还本金。

案例4.2

如图表4-2中的案例所示，在初始阶段（仅付利息还款期）仅支付利息，本金在后期（从第4年起）偿还。

如图表4–2中的案例所示，在初始阶段（仅付利息还款期）仅支付利息，本金在后期（从第4年起）偿还。

贷款额（欧元）	1 000 000
利率（%）	6
仅付利息还款期	3
还款期	5

预先摊销（半子弹式）		1	2	3	4	5
还款期期初贷款余额（欧元）		1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	500 000
贷款支取（欧元）	1 000 000					
应计利息（欧元）		60 000	60 000	60 000	60 000	30 000
已付利息（欧元）		*60 000*	*60 000*	*60 000*	*60 000*	*30 000*
资本偿还（欧元）		*0*	*0*	*0*	*500 000*	*500 000*
债务还本付息（分期）（欧元）		60 000	60 000	60 000	560 000	530 000
还款期期末贷款余额（欧元）	1 000 000	1 000 000	1 000 000	1 000 000	500 000	0

图表4-2 预先摊销（半子弹式）

4.3 漂浮式还款

漂浮式还款的要求是在贷款期限内支付利息并赎回部分本金；未偿还本金将在贷款到期时全额偿还（通过房地产的销售或再融资），除非贷款期限延长。

在这种还款形式下，贷款期限结束时仍存在部分未偿还贷款余额，因此借方的定期还款额低于全额摊销贷款时的定期还款额。贷款期限结束时未偿还贷款余额的值通常称作漂浮式还款额（BP）。

计算定期等额还款（CP）值时使用的是年金公式的现值。通过公式换算即可得到CP。同时还应考虑漂浮式还款时的值，假定（每年）定期（每月）支付12次。

$$PV = \sum_{t=1}^{n} \frac{CP}{\left(1+\frac{i}{12}\right)^{t}} + \frac{BP}{\left(1+\frac{i}{12}\right)^{n}}$$

从上述公式中我们可以计算出：

$$CP = \left(PV - \frac{BP}{\left(1+\frac{i}{12}\right)^{n}}\right) \Bigg/ \sum_{t=1}^{n} \frac{1}{\left(1+\frac{i}{12}\right)^{t}}$$

案例4.3

如图表4-3的案例所示，在初始阶段支付利息和部分本金，贷款余额仅在到期日偿还。

如图表4–3的案例所示，在初始阶段支付利息和部分本金，贷款余额仅在到期日偿还。

贷款额（欧元）	1 000 000
利率（%）	6
中期还款（%）	50
还款期	5

漂浮式还款		**1**	**2**	**3**	**4**	**5**
还款期期初贷款余额（欧元）		1 000 000	875 000	750 000	625 000	500 000
贷款支取（欧元）	1 000 000					
应计利息（欧元）		60 000	52 500	45 000	37 500	30 000
已付利息（欧元）		*60 000*	*52 500*	*45 000*	*37 500*	*30 000*
资本偿还（欧元）		*125 000*	*125 000*	*125 000*	*125 000*	*500 000*
债务还本付息（分期）（欧元）		*185 000*	*177 500*	*170 000*	*162 500*	*530 000*
还款期期末贷款余额（欧元）	1 000 000	875 000	750 000	625 000	500 000	0

图表4-3 漂浮式贷款的偿还

4.4 全额摊销还款计划

全额摊销是房地产行业融资中最常用的还款形式。以贷款价值为基础，用固定利率计算每月、每季度或每年的定期等额还款额。因此，每次的定期还款额包括利息支付和本金支付。用相应的利率（固定利率或浮动利率）

和还款期期初未偿还的贷款余额进行简单计算，即可得出利息支付部分。

偿还的本金是固定还款额和利息支付之间的差额(注)。

对于分期偿还的贷款而言，交易方将事先商定还款计划。还款计划可以有不同的形式。

4.4.1 固定资本还款计划

在固定资本还款计划中，以未偿还贷款额为计算基础，每笔分期贷款须偿还固定本金部分和持续减少的利息部分，只有利息随着时间变化而变化。这种形式在住宅贷款中十分普遍。换言之，分期还款额到还款结束时一直保持不变；本金部分随着时间增加，而利息随着未偿还贷款额的减少而减少（显然，如果选择浮动利率，到期应付利息额和每笔分期还款额可能增加或减少）。

案例4.4

图表4-4是一个较为复杂的案例。借方以名义年固定利率借出一笔20年期的漂浮式还款贷款。每月固定还款额计算如下。

部分摊销，等额还款抵押	
贷款额（欧元）	100 000
还款期限（年）	20
利率（每年）（%）	6
利率（每月）（%）	0.49
漂浮式还款（欧元）	60 000
每月固定还款额（欧元）	**574.97**

（1） 月	（2） 还款期期初贷款余额 （欧元）	（3） 每月还款额 （欧元）	（4） 利息 （欧元）	（5） 资本偿还 （欧元）	（6） 还款期期末贷款余额 （欧元）
1	100 000.00	574.97	486.76	88.21	99 911.79
2	99 911.79	574.97	486.33	88.64	99 823.14
3	99 823.14	574.97	485.89	89.08	99 734.07
4	99 734.07	574.97	485.46	89.51	99 644.56
5	99 644.56	574.97	485.02	89.94	99 544.61
236	61 394.16	574.97	298.84	276.13	61 118.03
237	61 118.03	574.97	297.50	277.47	60 840.55
238	60 840.55	574.97	296.14	278.83	60 561.73
239	60 561.73	574.97	294.79	280.18	60 281.55
240	60 281.55	574.97	293.42	281.55	60 000.00

图表4-4 部分摊销定额还款贷款

在计算定期等额还款（CP）值时，使用的是年金公式的现值。

$$PV = \sum_{t=1}^{n} \left[\frac{CP}{1 + \frac{i}{n}} \right]^{t}$$

其中，PV是贷款额的值；n是每年的还款期数。

从上述公式中，可以很容易推导出：

$$CP = \frac{PV}{\sum_{t=1}^{n}\left(1 + \frac{i}{n}\right)^{t}}$$

在计算每月等额定期还款额时，也可以使用同样的公式：

$$PV = \sum_{t=1}^{n}\left[\frac{CP}{1 + \frac{i}{12}}\right]^{t}$$

从上述公式中，可以很容易推导出：

$$CP = \frac{PV}{\sum_{t=1}^{n}\left(1 + \frac{i}{12}\right)^{t}}$$

在贷款期限结束时，原始贷款额将被完全摊销和偿还。

案例4.5

图表4-5 给出了一个示例。

贷款额（欧元）	1 000 000
利率（%）	6
还款期	5

固定分期还款计划		**1**	**2**	**3**	**4**	**5**
还款期期初贷款余额（欧元）		1 000 000	822 604	634 563	435 241	223 959
贷款支取（欧元）	1 000 000					
应计利息（欧元）		60 000	49 356	38 074	26 114	13 438
已付利息（欧元）		*60 000*	*49 356*	*38 074*	*26 114*	*13 438*
资本偿还（欧元）		*177 396*	*188 040*	*199 323*	*211 282*	*223 959*
债务还本付息（欧元）		237 396	237 396	237 396	237 396	237 396
还款期期末贷款余额（欧元）	1 000 000	822 604	634 563	435 241	223 959	0

图表4-5 贷款偿还流程：固定分期还款计划

4.4.2 浮动利率贷款还款计划

在浮动利率贷款（利率调整贷款）中，每个还款期末未偿还贷款余额取决于市场的利率水平（如EURIBOR或LIBOR）。

使用此类基于利率的指数有以下益处：

- 利率是对投资者未来预期的反映
- 因此利率是前瞻性的
- 利率更容易进行及时调整

在住宅贷款市场还存在一种混合可调整利率贷款（Hybrid Ajustable Rate Loans）。此类贷款通常在初期的三年、五年甚至七年内的利率都是固定的。固定利率阶段之后，再对贷款的利率进行调整，以反映现实中的新价格和利率。通常，在初始还款期之后每年调整贷款支付额度。

图表4-6给出了一个示例。以6%的名义年利率借出一笔金额为100 000欧元的20年期贷款，初期每月还款额是707.29欧元。

将下列公式中的FV设为0，计算出在第一个还款期期末的未偿还贷款余额。

$$PV = \sum_{t=1}^{n} \frac{CP}{\left(1+\frac{i}{12}\right)^{t}} + \frac{FV}{\left(1+\frac{i}{12}\right)^{n}}$$

$CP = 707.29$欧元，$PV = 100\ 000$欧元，$i = 6\%$，$n = 12$。

如果第一年年末的名义年利率上升至6.5%，仍使用同样的公式计算新的每月还款额。将下列数值代入公式：$FV = 0$；$PV =$第一年年内未偿还贷款余额；$n = 29$；$i = 6.5\%$。

案例4.6

如图表4-6所示，一笔以名义固定年利率借出的20年期贷款，每月固定还款，其额度根据相应摊销模式进行计算。

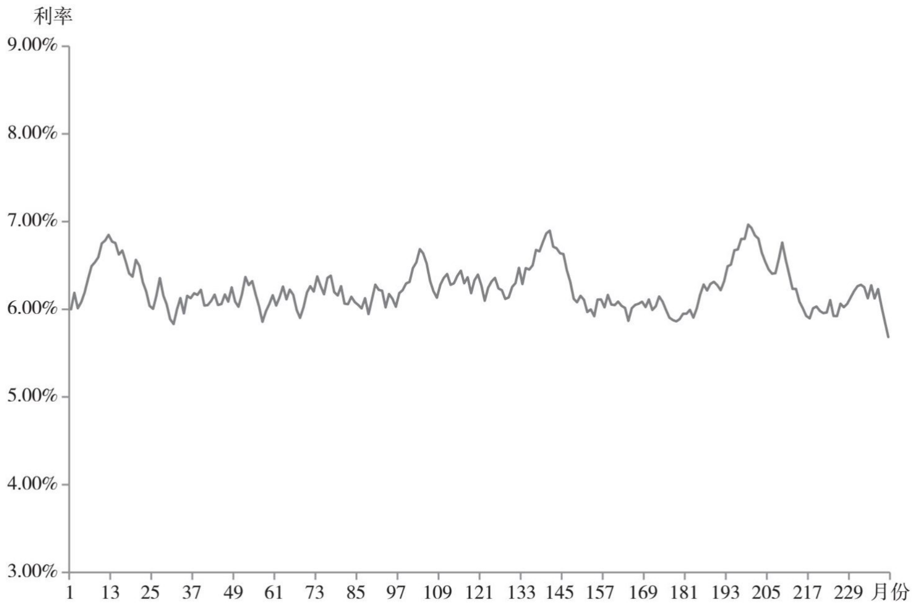
全额摊销，定额还款抵押	
贷款额（欧元）	100 000
还款期限（年）	20
利率（每年）（%）	6
利率（每月）（%）	0.49
每月固定还款额	**707.29**欧元

（1） 月	（2） 还款期期初贷款余额 （欧元）	（3） 每月还款额 （欧元）	（4） 利息 （欧元）	（5） 资本偿还 （欧元）	（6） 还款期期末贷款余额 （欧元）
1	1 000 000.00	707.29	486.76	220.54	99 779.46
2	990 779.46	707.29	485.68	221.61	99 557.85
3	990 557.85	707.29	484.60	222.69	99 335.16
4	99 335.16	707.29	483.52	223.77	99 111.39
5	99 111.39	707.29	482.43	224.86	98 886.53
236	3 485.40	707.29	16.97	690.33	2 795.07
237	2 795.07	707.29	13.617	693.69	2 101.39
238	2 101.39	707.29	10.23	697.06	1 404.32
239	1 404.32	707.29	6.84	700.46	703.87
240	703.87	707.29	3.43	703.87	0.00

图表4-6 全额摊销，定额还款贷款（固定利率）

需要注意的是浮动利率贷款并不能完全消除贷方的任何风险。的确，贷款的利率当前可能调整到了6.5%，但接下来两个月内又会上升至6.75%。贷方在下一次利率调整之前将蒙受一定的损失。这意味着利率调整的间隔时间越短，贷方的风险越低。当然，贷款协议确定的利率水平应当反映风险水平。

图表4-7呈现的可调整利率贷款的贷款模式与之前的全额摊销贷款的情况类似。区别在于这种模式更像在市场参考利率每次变动时（如图表4-8所示）对应付给贷方的定期利息进行重新计算的例行做法。



图表4-7 浮动利率模式示例

案例4.7

全额摊销，定额还款，浮动利率	
贷款额（欧元）	100 000
还款期限（年）	20
利率（每年）（%）	6
利率（每月）（%）	0.49

（1）月	利率（每年）（%）	利率（每月）（%）	（2）还款期初贷款余额（欧元）	（3）每月还款额（欧元）	（4）利息（欧元）	（5）资本偿还（欧元）	（6）还款期期末贷款余额（欧元）
1	6.00	0.49	1 000 000.00	707.29	486.76	220.54	99 779.46
2	5.94	0.48	99 779.46	704.31	481.34	222.97	99 556.49
3	5.81	0.47	99 556.49	697.28	469.97	227.31	99 329.18
4	5.82	0.47	99 329.18	697.51	469.23	228.28	99 100.90
5	5.76	0.47	99 100.90	694.39	463.56	230.83	98 870.07
236	7.19	0.58	3 571.00	726.68	20.72	705.96	2 865.04
237	7.06	0.57	2 865.04	726.50	16.33	710.16	2 154.88
238	6.94	0.56	2 154.88	726.36	12.08	714.28	1 440.60
239	6.81	0.55	1 440.60	726.26	7.94	718.32	722.28
240	6.77	0.55	722.28	726.23	3.952	722.28	0.00

图表4-8 全额摊销定额还款贷款（浮动利率）

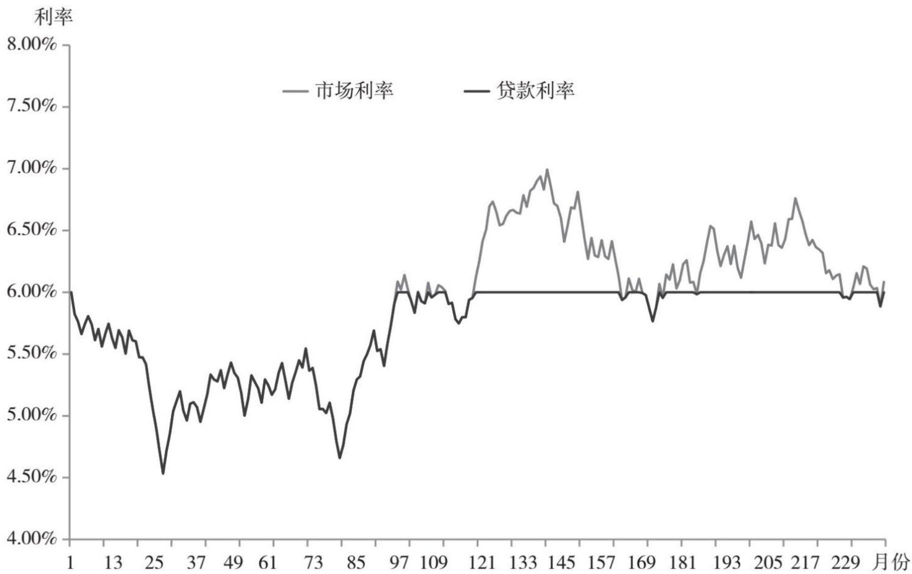
4.4.3 利率上限贷款

为了限制借方已经上升的还款风险，这种贷款类型通常会对上升的利率设置一个上限（作为界限）。在某些贷款协议中，这种限制不仅施加于利率，也可能对借方应付给贷方的贷款总额进行限定。当然，利率限额也可以起到支付限额的作用，对借方应付给贷方的支付总额进行限制。换言之，它们仅仅在数学表述上有所区别，但目的都是维持借方还款的能力。

如以6%的名义年利率借出一笔金额为100 000欧元的20年期贷款，那么初始每月还款额为707.29欧元。

如图表4-9所示，利率上限规定了适用利率的最大值是6%。该图同时描述了市场利率和实际贷款利率的利率模式。

基本上，当市场上的现行利率低于6%时，每月的支付额基于市场利率水平进行计算。当利率高于6%时，贷款还款的适用利率为6%。



图表4-9 上限模式下的利率

案例4.8

图表4-10中的示例描述了此类利率上限贷款协议的每月贷款模式。每月还款额和期末贷款余额的计算类似于之前提到的案例。但在此处，计算过程中使用的利率要么基于综合利率，要么基于较低的有上限限制的利率。

全额摊销，定额还款贷款，有上限的浮动利率	
贷款额（欧元）	100 000
还款期限（年）	20
初始利率（每年）（%）	6
上限利率（每年）（%）	6
利率（每月）（%）	0.49

（1）月	市场利率（每年）（%）	贷款利率（每年）（%）	贷款利率（每月）（%）	（2）还款期期初贷款余额（欧元）	（3）每月还款额（欧元）	（4）利息（欧元）	（5）资本偿还（欧元）	（6）还款期期末贷款余额（欧元）
1	6	6	0.49	100 000.00	707.29	486.76	220.54	99 779.46
2	5.95	5.95	0.48	99 779.46	704.46	481.56	222.90	99 556.56
3	6.02	6	0.49	99 556.56	707.28	484.60	222.69	99 333.87
4	6.15	6	0.49	99 333.87	707.28	483.51	223.77	99 110.10
5	6.23	6	0.49	99 110.10	707.28	482.42	224.86	98 885.24
236	5.57	5.57	0.45	3 474.40	704.34	15.72	688.62	2 785.78
237	5.49	5.49	0.45	2 785.78	704.24	12.44	691.80	2 093.98
238	5.48	5.48	0.45	2 093.98	704.22	9.32	694.90	1 399.09
239	5.61	5.61	0.46	1 399.09	704.33	6.37	697.95	701.13
240	5.58	5.58	0.45	701.13	704.31	3.18	701.13	0.00

图表4-10 有上限的浮动利率

在有此设置的贷款协议中，每当利率超过固定上限水平时，贷方将失去赚更多钱的机会。与没有对利率变动设限的贷款相比，贷方可能失去的机会应该得到补偿。这种补偿应在贷款协议中明确规定。贷款协议在初始阶段所基于的利率水平应当高于同类贷款合同中没有利率上限限制的利率水平。

4.5 其他还款进度安排

还款进度安排实质上不受任何限制。在本节中将介绍其他一些并不常见的还款方式。

4.5.1 负摊销定额还款贷款

在负摊销定额还款贷款中，根据借方和贷方谈判达成的贷款协议，贷款期限结束时的贷款余额将大于贷款额本身，因此定期还款额将少于定期应付利息。贷款期限结束时的未偿还贷款额是贷款总额加上每年利息支付和每月还款额之间差额的总和。

案例4.9

在图表4-11的示例中，借方以6%的名义年利率借出一笔金额为100 000欧元的20年期贷款。在贷款期限结束时最终的欠款余额为125

000欧元。因此每月还款额为431.62欧元。

负摊销，定额还款抵押					
	贷款额（欧元）			100 000	
	还款期限（年）			20	
	利率（每年）（%）			6	
	利率（每月）（%）			0.49	
	最终还款额（欧元）			125 000	
	每月固定还款额			**431.62**欧元	
（1） 月	（2） 还款期期初贷款余额 （欧元）	（3） 每月还款额 （欧元）	（4） 利息 （欧元）	（5） 资本偿还 （欧元）	（6） 还款期期末贷款余额 （欧元）
1	100 000.00	431.62	486.76	–55.13	100 055.13
2	100 055.13	431.62	487.02	–55.40	100 110.54
3	100 110.54	431.62	487.29	–55.67	100 166.21
4	100 166.21	431.62	487.56	–55.94	100 222.15
5	100 222.15	431.62	487.84	–56.22	100 278.37
236	124 128.65	431.62	604.20	–172.58	124 301.23
237	124 301.23	431.62	605.04	–173.42	124 474.65
238	124 474.65	431.62	605.89	–174.27	124 648.92
239	124 648.92	431.62	606.73	–175.11	124 824.03
240	124 824.03	431.62	607.59	–175.97	125 000.00

图表4-11 负摊销贷款

年金现值的公式可用于前文提到的部分摊销定额还款贷款的相关计算。设PV为100 000欧元，BP为125 000欧元，仍使用同一公式，可计算出此贷款协议的每月还款额（CP）和剩余还款额。

4.5.2 还款额逐步减少的定额摊销贷款

对于此类变体还款形式，首先要计算贷款额的等额摊销值。然后将等额摊销值加上还款期开始时未偿还贷款余额的利息，得到每月还款额。每月还款额逐步减少，越来越接近摊销值。

案例4.10

图表4-12的示例中，借方以6%的名义年利率借出一笔金额为100 000欧元的20年期贷款。摊销值等于416.67欧元。

定额摊销贷款					
	贷款额（欧元）			100 000	
	还款期限（年）			20	
	利率（每年）（%）			6	
	利率（每月）（%）			0.49	
	摊销值			**416.67**欧元	
（1）月	（2）还款期期初贷款余额（欧元）	（3）利息（欧元）	（4）摊销值（欧元）	（5）每月还款额（欧元）	（6）还款期期末贷款余额（欧元）
1	100 000.00	486.76	416.67	903.42	99 583.33
2	99 583.33	484.73	416.67	901.39	99 166.67
3	99 166.67	482.70	416.67	899.37	98 750.00
4	98 750.00	480.67	416.67	897.34	98 333.33
5	98 333.33	478.64	416.67	895.31	97 916.67
236	2 083.33	10.14	416.67	426.81	1 666.67
237	1 666.67	8.11	416.67	424.78	1 250.00
238	1 250.00	6.08	416.67	420.75	833.33
239	833.33	4.06	416.67	420.72	416.67
240	416.67	2.03	416.67	418.69	0.00

图表4-12 定额摊销贷款

4.6 房地产贷款的调整和重新谈判

通常，贷款调整和重新谈判的条款适用于所有涉及还款延期、合同条款延伸和修改的情况，以及解决因借方暂时无法履行义务造成应付给银行的贷款未得以偿还的问题。

一般而言，使用贷款调整条款的目的是对贷方和借方之间达成的所有交易进行分类，重新确定借方债务风险的总体协议。在此情形下，还会使用合并条款对这些交易进行分类。而重新谈判条款通常涉及的是一个单独的财务关系，或一系列同质化的财务关系。贷款协议的一些要素（条款、利率、还款计划）在此予以修改，但其目的不一定是为了解决借方违约的问题。这些条款的内容通常是向遇到暂时性困难无法履行合同条款的借方提供某些融资便利，或者意味着以确保客户忠诚度为目的的市场交易的达成。它们可能涉及利率、支付条款、到期日和还款计划（豁免）的改变，或授予新的贷款替代原有贷款。新贷款的款项将赎回先前的贷款。

一般而言，无担保短期债务和中长期抵押担保债务均有可能涉及这些情况。

贷款调整的方法可能包括以下任何一项：

1. 授予新的贷款。

2. 关于付款截止期限的延期和喘息期[注]的特许。

3. 确定贷款重新调整协议。

在很多情况下，贷款调整可能涉及逾期未付分期贷款（通常针对本金，目的是准许借方在不拖欠贷款的情况下克服暂时性困难）的延期偿付。例如，当支付大额租金的承租人提前终止租赁或在租赁合约到期时不再续租时，必须就暂停支付本金进行谈判，在新的承租人签约前减少到期应付的分期贷款额。

4.6.1 授予新的贷款

贷款调整还可能包括授予新的贷款，用于支付逾期未付的未偿还贷款。新的贷款将意味着必须签订新的贷款协议，重新设定所有已有担保（包括抵押）。

因此，借方必须承担与现有贷款赎回和新贷款授予相关的所有成本（包括税款）。根据立法安排，银行的担保可能被削弱。首先，抵押的设立和/或合并所需的时间将重新开始计算。其次，银行将面临一种新的撤销风险，因为新的抵押的设定和赎回先前贷款的支付可能被撤销。

4.6.2 付款截止日的延期

这种方法以延期的新时限取代了逾期的时限。延期与喘息期的区别是：在后一种情形下，借方只有在延期时限内履行义务才可以摆脱拖欠还款状态。

换言之，喘息期意味着仅当贷方设置的新的时限到期之前执行还款时，时间期限才被取代。这意味着延期是用新的时限取代过期的时限，其结果是借方不再存在拖欠情况（也不支付拖欠利息）。而在喘息期，贷款的拖欠状态仍在继续，直到义务得以履行，喘息期结束。在这两种情况下，银行均不再要求偿还贷款，也不执行担保，并与借方签署“暂缓还款协议”。

4.6.3 贷款调整安排

贷款调整协议的签订往往以暂缓还款协议（例如，不起诉契约）为前提。“暂缓还款”是 [债务人和其（所有）债权人为了解决危机而签订的] 贷款调整协议和贷款重新谈判（关于银行和借方的个人关系）的共同特点。

暂缓还款协议（不起诉契约）可以被定义为在贷款支付截止日已逾期或仍未到期时以授予延期为目的的一种协议。这样的协议并不能赎回贷款，而是对原始贷款协议的（还款）条款进行修改，从而在原则上防止贷方执行逾期贷款分期（其支付延期到原始贷款摊销结束）。这意味着借方将按照原始还款计划偿还逾期贷款分期（逾期利息、逾期资本偿还和拖欠利息）和未偿还贷款。如果必要的话，协议还包括对最终到期日的延期。

在对此安排进行商定时，各当事方通常会执行一项协议（称为“摊销计划的变更”或“贷款重新谈判协议”或“贷款调整协议”或“还款计划变更的贷款调整协议”）。原始协议是将要重新谈判条款的依据。此协议的前言引用原始协议作为参考。在协议中，借方承认仍欠贷方一定数额的货币，货币的形式是剩余资本、逾期贷款分期（逾期资本和利息支付）和延期利息。

银行通常会要求借方在签订贷款调整协议之前支付（全额或部分）拖欠利息，或者双方可以单独签订一项协议对此项利息的偿还做出规定。拖欠利息（全额或部分）的支付意味着借方具有履行义务的真实意图（和财务能力）。

银行和借方签订的重新谈判协议确认了债务水平，并对逾期款项和未偿还债务的清偿做出了安排。此类协议可能有不同形式。

例如，某一项协议下，贷款协议（未变动）规定的利息将在逾期款项上计息，而不是在拖欠利息上计息。相应地，借方承诺根据未偿还债务的还款计划分期偿还逾期贷款和未偿还债务。这一操作被称为“逾期欠款资本化”。为了确定分期额（以便偿还未偿还债务和逾期款项），贷款条款将相应扩充。此分期额比最初商定的分期额低，且对借方来说是可持续的。

在另一项协议下，截至贷款的原始到期日，固定利率贷款的还款维持在对借方来说是可持续的（因此低于最初商定的值）水平上。银行将支付的分期额首先用于支付原始还款计划中规定的利息部分，然后（再一次根据原始还款计划的规定）偿还本金。每笔分期的未支付剩余本金将被资本化，并与未偿还债务（也被资本化）一起由借方在贷款期限结束时一次性清偿或通过固定利率贷款还款进行支付。在后一种情况下，当事方商定对贷款的还款条款进行修改。资本化的金额通常以贷款的利率计息。但是如果没

有签订此协议，这些逾期资本分期将按照拖欠利率进行计息。

在这些贷款调整协议中，当事方通常对原始贷款协议中的所有条件、条款和规定进行确认。原始贷款协议将不会在贷款调整协议中进行改动，并将明确排除任何替代原始贷款协议中所规定义务的意图。此外，担保人仍将作为当事方，以便对原始贷款的抵押担保进行确认。在很多情况下，通常会列入这样一项条款：在此条款下，如果借方无法遵守贷款调整协议，银行保留恢复所有原始合同条款和条件的权利。

---

1. 博科尼大学的安德伊·阿特贾尼（Andrea Artegiani）也为此做出了贡献。

2. 如需进一步了解财务核算的细节，请参阅Kolbe等人（2003）。

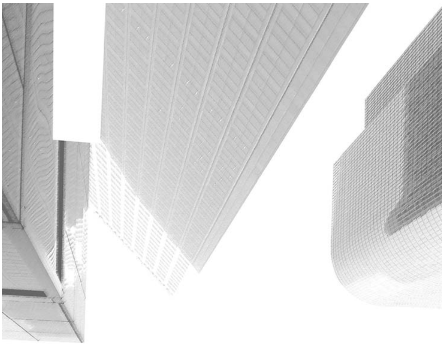
3. 请参阅4.5.1节获知更多细节。

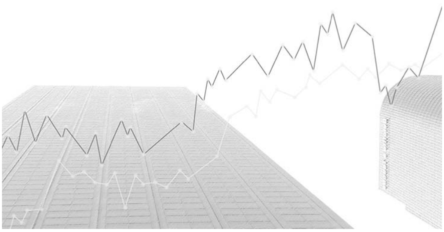
4. 在Microsoft Excel中，PMT和PPMT公式分别用于计算分期还款额和未偿还资本额。

5. 如需进一步了解利率上限和其他风险规避方式，请参阅3.5节。

6. 如需了解喘息期的说明，请参阅4.6.2节。

第五章
财务杠杆对房地产投资的影响[注]





本章讲述的是财务杠杆对房地产投资的影响。因此，本章有三个主要目标：

1. 检验融资作为以下两个关键性因素的函数时对风险回报率的影响。

    - 贷款与价值比率
    - 无杠杆投资回报和债务清偿成本的利差

2. 阐明在哪种情况下运用财务杠杆是合适的。

3. 提供使用财务杠杆的一些例证。

本章所展开的分析隐含了一些假设，以对回报产生过程和财务杠杆的追索进行简化。

在此我们使用Modigliani和Miller定理[注]变体的一个单期模型。该定理假设与投资相关的损失成本不存在。

$$K_e = \frac{K_a - K_d LTV}{1 - LTV}$$

式中，K_e ＝（有杠杆的）权益回报，K_d ＝负债成本；

K_a ＝（无杠杆的）总回报，LTV ＝贷款与价值比率。

无损失成本的融资情形意味着贷款和总回报之间没有关联性。因此，可以根据以下表达式计算权益回报的波动率。

$$\sigma_e = \frac{\sigma_a}{1 - LTV}$$

式中，σ_e ＝（有杠杆的）权益回报的波动率；

σ_a ＝（无杠杆的）总回报的波动率。

5.1 财务杠杆的一个例证

显然，由于财务杠杆减少了权益的贡献，它在增加或减少投资所产生的回报方面发挥着举足轻重的作用。对此，我们可以进行举例说明。

案例5.1

假设我们对一项初始价值为1 000万欧元的房地产投资进行分析。投资者可能选择无财务杠杆投资（无杠杆法）或在全部投资中使用借贷资本的比重为50%（杠杆法）。假设借贷资本的适用利率为7%，如果房地产单元租赁支付产生的年现金流（营业收入）为80万欧元，投资者选择杠杆法，将获得45万欧元的净现金流。而如果投资者以无杠杆法进行投资，净现金流将达到80万欧元。

现在，让我们假设房地产的价值增加10万欧元，资产总回报细分为收益回报（净现金流和投资权益的比率）和增值回报（在此期间价值的

增加部分和投资权益的比率）两个部分。如果利用杠杆，投资的资产总回报率是11%；如果不利用杠杆，投资的资产总回报率是9%。在这种情况下，财务杠杆的作用是良性的，它增加了投资者的投资回报。

或者，我们仍假设同样的投资，但价值下降30万欧元。在这种情况下，假设收益回报仍然与前面的例子相同，而增值回报率在无杠杆投资情况下下降3%，在债务融资方式下下降6%。在选择杠杆融资方式的情况下，投资者总回报率将从无杠杆方式的5%下降到杠杆方式的3%。图表5-1对上述影响进行了汇总。

		正杠杆		负杠杆	
		无杠杆	有杠杆	无杠杆	有杠杆
初始价值（欧元）		10 000 000	10 000 000	10 000 000	10 000 000
债务融资@50%（欧元）	50%	0	5 000 000	0	5 000 000
初始权益（欧元）		10 000 000	5 000 000	10 000 000	5 000 000
自由营业现金流（欧元）		800 000	800 000	800 000	800 000
利息支付@7%（欧元）	7%	0	350 000	0	350 000
净自由现金流（欧元）		800 000	450 000	800 000	450 000
房地产价值变化（欧元）		100 000	100 000	−300 000	−300 000
收益回报率（净自由现金流/权益）（%）		8.00	9.00	8.00	9.00
增值回报率（房地产价值变化/权益）（%）		1.00	2.00	−3.00	−6.00
总回报率（%）		**9.00**	**11.00**	**5.00**	**3.00**

图表5-1 财务杠杆对投资者回报的影响

财务杠杆对投资者回报造成影响的机制是什么？

1. 正杠杆

当无债务投资（无杠杆）的回报超过了债务融资的成本，财务杠杆的影响是有益的。在案例5.1中的前一种情况下，无杠杆投资回报率为9%，而债务清偿成本是7%。当财务杠杆比例为50%时，权益回报率将上升到11%（如果不采用债务融资，回报率为9%）。

2. 负杠杆

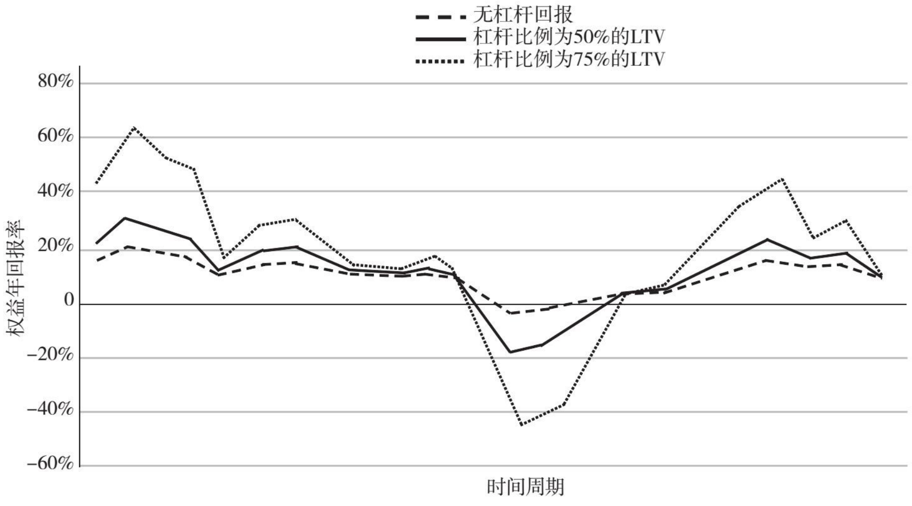
与之相反，当债务融资的成本超过无杠杆投资回报时，杠杆产生了不利影响。在案例5.1中的后一种情况下，无杠杆回报率是5%，债务清偿成本仍然为7%。当杠杆的比例为50%时，权益回报率将下降到3%（与之相比，在不采用任何债务融资的情况下，回报率是5%）。

因为在决定是否采用杠杆方式时通常无法确定未来的投资回报，所以选择哪种方式直接取决于对投资的未来运营业绩的更大或更小确定性（波动率）的考虑。

5.2 波动率增加造成的影响

显然，无杠杆方式投资业绩的回报从长期来看更加稳定。相比之下，回报的波动率将随着投资杠杆水平的提升大幅增加或减少。

图表5-2说明了财务杠杆对回报波动率的影响。此分析假设平均无杠杆总回报为9.5%，波动率为6.5%。粗虚线表示符合这些假设时的潜在回报绩效。其他两条线表示同样的投资在财务杠杆（债务与权益比率）分别为50%和75%时，债务清偿成本固定在7%时的回报绩效。



图表5-2 投资的波动率和回报

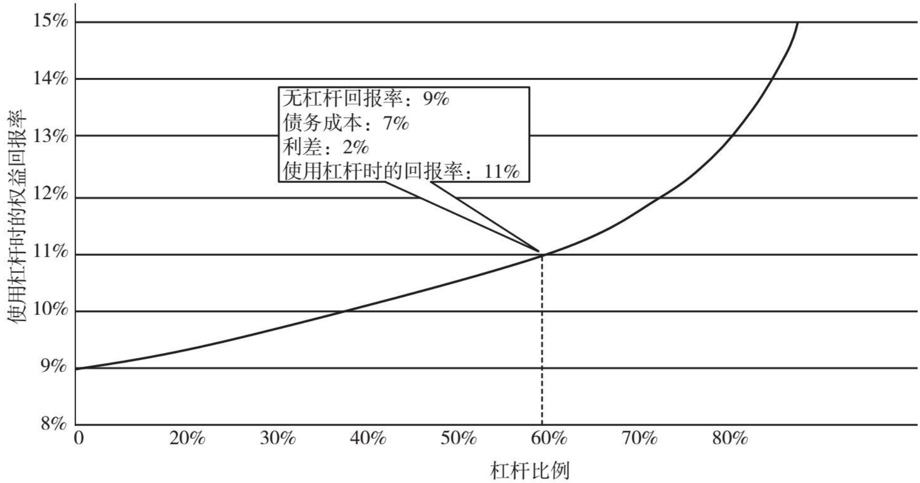
注：上述分析假设平均资产回报率为9.5%，波动率为6.5%，债务成本固定利率为7%。

5.3 财务杠杆对回报的影响

权益回报是以下两个因素的函数：

- LTV
- 总回报和债务清偿成本的利差

图表5-3基于的假设与涉及正财务杠杆的第一个案例中的假设是一样的（无杠杆回报率为9%，债务清偿成本为7%）。从图中可以看出，由于使用了杠杆，权益回报得到了持续改善。



图表5-3 LTV改变时权益回报的表现

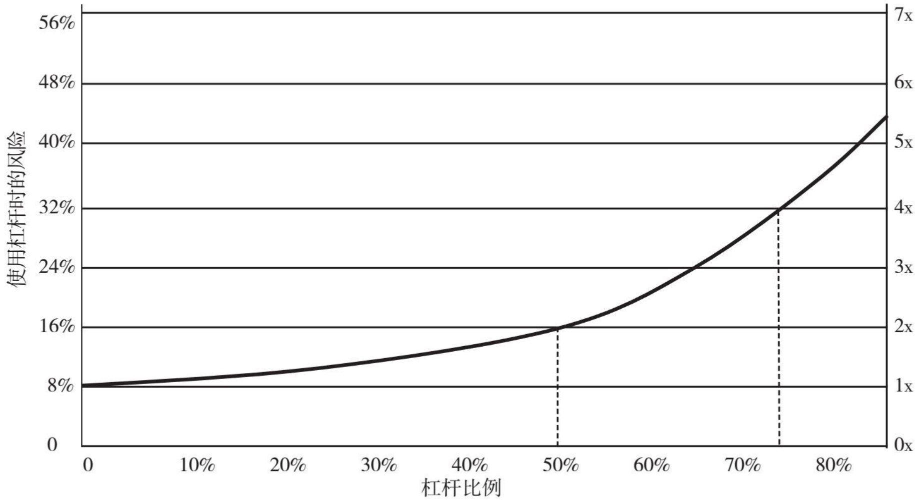
注：上述分析假设无杠杆回报率为9%，债务成本是7%。

例如，在之前的案例中，假设贷款与价值比率为50%，投资将产生11%的总回报率。

当贷款与价值比率超过50%，权益回报将快速增加；但如果其低于50%，权益回报的增加会变得比较缓慢。

5.4 财务杠杆对风险的影响

LTV的增加，都将导致投资回报呈几何级数增长。同样，如图表5-4所示，投资的波动率也将以类似的速率增长。



图表5-4 LTV变化时风险的表现

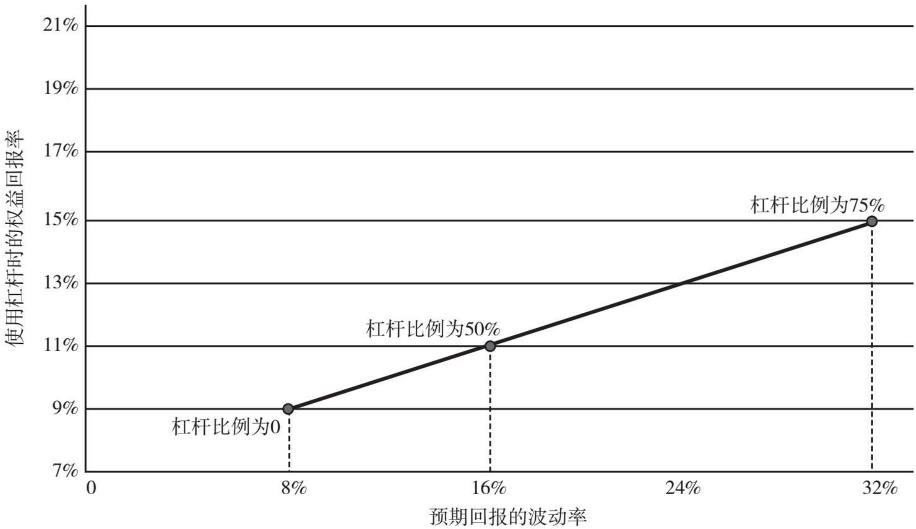
注：上述分析假设无杠杆风险为8%，债务成本为7%。

为了说明这一点，我们假设无债务投资（无杠杆）的波动率为8%。因此当杠杆比例为50%时，权益回报的波动率为16%；当杠杆比例为75%时，波动率为32%。当杠杆比例低于50%时，财务杠杆对权益回报的影响基本上就不那么大了。

如果不考虑图表5-4基于的某些简化数据和数学假设，当杠杆比例为50%时，投资的波动率将翻倍（与无债务的相同投资对比）；杠杆比例为75%时，波动率将在4倍以上。

5.5 没有免费的午餐

图表5-5将上面两个图结合在了一起，用来说明财务杠杆对风险回报率的影响。由此可以得出的结果是，风险和回报之间的均衡本质上是恒定不变的。



图表5-5 杠杆变化对预期回报和波动率的影响

注：上述分析假设无杠杆回报率为9%，无杠杆风险为8%，债务成本为7%。风险调整回报＝（使用杠杆时的回报-无风险利率）/回报波动率。

在金融文献中，这种均衡被称为“无免费午餐定理”(注)。为了说明这一点，假设不存在市场不完善的情况，通过财务杠杆产生的高回报将完全被所增加的风险抵消。换言之，风险溢价在任何财务杠杆水平时都是固定不变的。

同样，在这种情况下，如果LTV超过50%，波动率和回报都将显著增加。

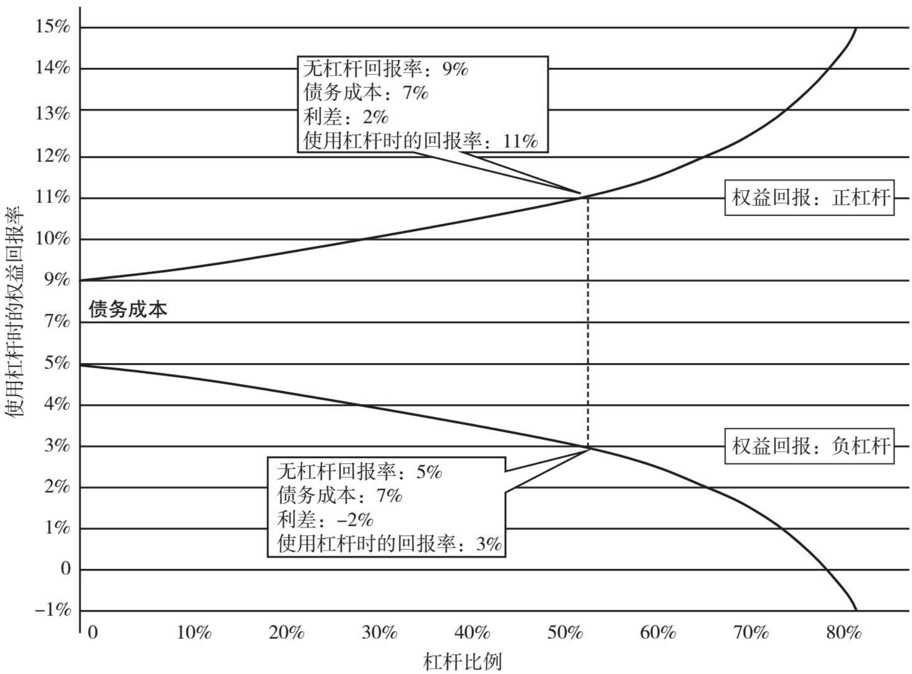
5.6 财务杠杆的机制

作为不同LTV值的一个函数，正回报得到了足够多的重视；然而，对于决策机构而言，采用财务杠杆并不能确保积极的结果。如果采用杠杆导致了消极结果（无杠杆总回报和债务清偿成本的利差为负值），杠杆对权益回报的影响将像积极结果的情况一样是几何级数的，即回报的降低率大大超过LTV增加率。

图表5-5中，直线的斜率取决于所做出的假设（例如，9%的无杠杆总回报率和7%的债务清偿成本之间的正利差）。

但如上所述，根据定义，未来回报是不确定的。因此，当前做出使用财务杠杆的决定对投资者所造成的后果有可能是积极的或是消极的。

图表5-6显示了财务杠杆的积极作用和消极作用。在这两种情况下，都以50%的LTV为前提条件。如果仍使用第一个案例中总回报和债务清偿成本的利差（-2%～2%），财务杠杆的影响也将完全相同。



图表5-6 财务杠杆对房地产投资的影响

5.7 利差的影响

无杠杆总回报率和债务清偿成本之间的利差是决定财务杠杆产生正效应还是负效应的唯一要素。

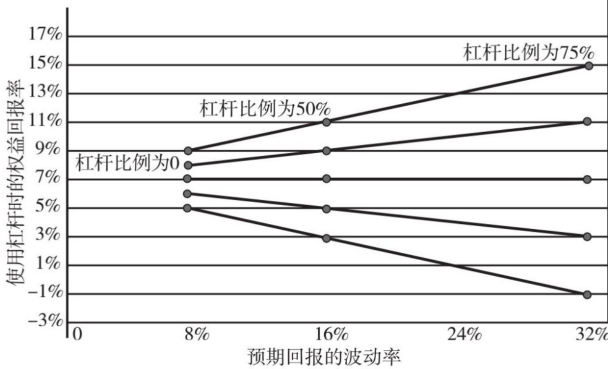
LTV对杠杆效应的量产生影响，而利差决定了是正杠杆还是负杠杆，以及杠杆的使用是否审慎。

图表5-7对上述观点进行了解释，该图显示了当债务清偿成本仍固定在7%时无杠杆总回率的波动变化（介于5%和9%之间）。这就使得利差在-2%

到2%这个范围内变化。当利差从负值向正值变化时，需要注意两个重要的结果：

- 直线的斜率表示风险回报率也从负值变化到正值
- 风险回报率增加的起点

两种结果都表明尽可能正确地理解和确定房地产投资中的利差是头等重要的事情。



无杠杆回报率	利差	LTV为50%的回报率	LTV为75%的回报率
9%	+200bps	11%	15%
8%	+100bps	9%	11%
7%	0bps	7%	7%
6%	−100bps	5%	3%
5%	−200bps	3%	−1%

图表5-7 利差和使用杠杆时的权益回报率

注：上述分析假设债务成本为7%，无杠杆风险为8%。

5.8 关于何时使用财务杠杆的简要总结

本节旨在阐明能否有效利用财务杠杆取决于一些关键问题的答案。

1. 预期无杠杆总回报率和债务清偿成本的利差是多少？

如果利差不是正值，那么杠杆将减少股东的回报。如果利差是正值，杠杆将增加回报。

2. 为了抵消财务杠杆要求借方必须承担的更大风险，利差须足够大吗？

不论在什么情况下，对杠杆的依赖都会增加波动率。因此，利差必须对借方预计增加的风险进行补偿。

3. 对于项目中未使用的权益资本而言，是否存在令人满意的备选投资？

因为项目的一部分将通过借贷资本进行融资，未投资到该项目的权益资本的任何一部分都将配置给有令人满意回报的备选项目。此类型的投资方法应当考虑到房地产投资组合的多样化，这样对不同资产的投资将起到减少非系统性风险的作用。

4. 预期现金流将会十分平稳吗？现金流会显著增加吗？

如上所述，投资总回报和债务清偿成本的比较是确定采用财务杠杆是否有利的唯一决定性因素。而投资总回报取决于其组成部分，比如未来成本和收入的增加，以及参考上限利率的波动。在做出是否借贷的选择时，这些因素都是很难预测的。

5. 投资计划所基于的假设的确定性程度如何？

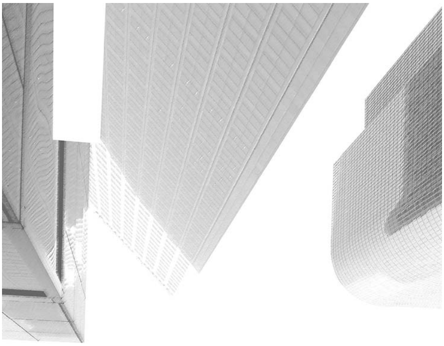
因为未来回报本质上是不确定的，且采用财务杠杆增加了波动率，所以清楚与项目相关的不确定性是否将对回报（正杠杆或负杠杆）或回报固有的风险的程度有何影响是至关重要的。总回报和债务清偿成本之间减少的利差，加上项目的高运营风险，可能带来与预期完全不一样的风险。

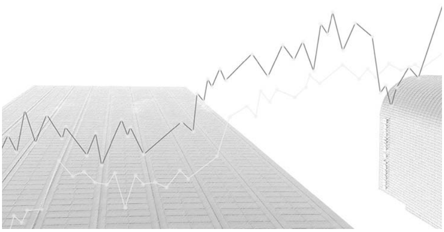
在使用财务杠杆时，需要考虑的必要因素总结如下：

- 依赖杠杆可能对回报产生重大影响。换言之，财务杠杆可能产生正效应或负效应。只有在事后通过计算实际取得的回报才能对杠杆是否合理做出最终判断
- 必须对无杠杆总回报和合同规定的债务清偿成本之间的利差进行批判性分析。如果利差是正值，那么杠杆将有利于投资者。反之，如果利差为负值，财务杠杆将降低投资回报。当LTV增加时，投资回报将呈指数增加
- 在所有情况下，财务杠杆都增加了投资回报的波动率。根据无免费午餐定理，采用财务杠杆获得的预期利益将被预期波动率的增加抵消。因此当考虑到杠杆对风险回报比率的所有可能的影响时，是否使用财务杠杆显然需要对回报进行持续考察

1. 本章的编辑弗德里科·恰瓦扎（Federico Chiavazza）是（英国）皇家特许测量员协会的一名成员。他在意大利SDA博科尼商学院（the SDA Bocconi School of Management）担任管理、控制、公司和房地产融资领域课程的讲师。他是房地产投资组合和资产管理以及房地产开发管理课程的协调员。在博科尼大学获得企业经济学位后,他从事了一段时间教学工作并继续进行研究。在这之后，他被纽约大学授予房地产硕士学位。在从事学术活动的同时，他作为Avalon房地产的合伙人，为房地产行业的一些重要参与者担任顾问。
2. 请参见Modigliani和Miller（1958）。
3. 参见Wolpert和Macready（1997）。

第六章
结构性房地产融资案例研究





为了更好地理解结构性融资在房地产业中如何运作，本章将通过一些实例进行说明。三个案例研究从借方的角度呈现：一项收益性房地产（投资交易）；一个房地产组合的收购，其目的在于以单个资产的形式售出；一个住宅开发项目。第四个案例研究从贷方的角度，对贷款银行的贷款委员会所展开的分析进行阐述。尽管两方的角度可能不同，但从需考虑的风险要素和主要财务要素来看，这些分析都是类似的。

每个操作都会给出一个与结构性融资相关的条款书案例，包括对不同条款的点评（一些常见的次要条款将不会出现在随后的条款书中），以及在条款书提出的条件下贷款银行为了评估贷款可行性进行的经济分析。为了简要起见，使用的模型不考虑税务事宜（收入税和交易税），现金流模型也是极其简化的（税前，无损益账户）。在使用更加详细的经济模型时，同样的考虑因素也仍然有效。

6.1 收益性房地产的结构性融资

6.1.1 交易描述

贷款的目的是为一项收益性房地产的投资提供部分必要资本。买方的战略是持有并租赁房地产5年，然后收回投资。房地产投资的模拟数值如图表6-1所示。

价格	140 000 000欧元
年度总租金	10 080 000欧元
年度营业费用	514 080欧元

图表6-1 收益性投资

假设房地产的租金支付、营业成本和OMV与预期通货膨胀保持一致，每年增长2.5%。根据之前的数据，可以推算出经营现金流的汇总表。为了确定它们的可靠性和可行性，贷方将仔细分析这些数值。此外，还将对房地产每个时期的OMV进行估算。此案例通过直接资本化法(注)（定额首次租金收益(注)）对OMV进行估算。因此，OMV将随着时间的推移与通货膨胀同时增长。自由营业现金流如图表6-2所示。

金额单位：欧元

	0	1	2	3	4	5
房地产市场价值	140 000 000	143 500 000	147 087 500	150 764 688	154 533 805	158 397 150
每年的总租金		10 080 000	10 332 000	10 590 300	10 855 058	11 126 434
年度营业费用		–514 080	–526 932	–540 105	–553 608	–567 448
房地产现金流		**9 565 920**	**9 805 068**	**10 050 195**	**10 301 450**	**10 558 986**
投资	–140 000 000					
撤资比例						*100%*
撤资						158 397 150
营业现金流	–140 000 000	9 565 920	9 805 068	10 050 195	10 301 450	168 956 136

图表6-2 自由营业现金流

6.1.2 收益性房地产的条款书

银行对结构性房地产融资操作进行的尽职调查涉及特定房地产投资的经济均衡和财务均衡。进行融资的房地产在法律和经济上独立于权益投资者（例如，交易的发起人）的其他资产。鉴于此，通常将贷款授予一个新成立的SPV或一个可以明确得到法律保护的法律主体（例如，房地产基

金）。这一点不是强制性的，但对融资进行隔离保护有利于对债务进行担保。

贷款额

用于收购的贷款额度等于以下各项的最低值：

- 100 000 000欧元
- 由银行指定的独立评估师根据OMV计算确定的确保LTV不高于70%的金额
- 确保ICR不低于170%的金额

  由于在就贷款进行谈判的时候可能无法确切知道交易的经济规模，条款书中不会将贷款限制在某个固定水平，但是会确定一些参考变量，如图表6-3所示。

	V1（%）	V2（欧元）	最低值（欧元）
最高额度			100 000 000
LTV限制	*70%*	*0*	98 000 000
ICR限制（最高利息=CF/ICR）	*170%*	*5 627 012*	118 463 406
用于收购的融资			98 000 000

图表6-3 最高贷款额

房地产的详细描述

为了保证房地产被准确估值，且能够为贷款协议起草初步的公证书/法律报告，描述必须尽可能具体。

贷款的目的

对抵押房地产的购买价格进行部分融资。融资方不必监控或核实贷款的使用。

这是合约目的，不是法律目的。

贷款期限

从贷款支取起5年。

此条款是为了与借方购买房地产、获得租金收入、五年后获得预期资本收益后撤资的战略保持一致。

贷款支取程序

签订相关贷款协议后，借方可在满足不同的先决条件的前提下支取单笔分期贷款。在签订卖出契约和执行贷款协议时，贷款金额直接支付给卖方（SPV签发给银行的不可撤销授权书另有规定的除外）。担保也在同一时间确立。

还款

在贷款协议规定的到期日进行单笔分期贷款还款。如果房地产被售出，以房地产的销售收入进行还款。

全额或部分还款需至少提前30天书面通知银行，并向银行支付到期日前提前还款的违约罚金（如果有的话）和提前还款费用（每满一年支付提前还款额的50个基点）

之所以规定在房地产进行处置时偿还贷款，是为了向借方提供财务弹性，使之可以甚至在预期持有期之前售出房地产。另一方面，贷方要求借方支付提前还款费用，是为了对提前收款的再投资需求进行补偿。

利率

用于收购的贷款额度：延后一年支付12个月期EURIBOR浮动利率和利差。

在这一具体案例中，房地产产生的现金流（租金支付）被指定用作担保抵押并允许用于支付债务的利息。

利率可以锁定任何从1月期到12月期的EURIBOR。或者，如果选择固定利

率，则参照与贷款协议期限相对应的EURIRS。利率参考期的选择取决于利息支付的时间间隔（月度、季度、半年度和年度）、银行必须从银行同业市场上获得融资的能力和对应EURIBOR的水平。

在对贷款进行谈判时，12个月期的EURIBOR为0.55%。但是融资可持续性分析假设了一个更高的利率1.25%（等于引入对冲利率风险的上限利率），以便确认即使利率上升，该房地产的经营方是否也能偿清债务。

用于收购的贷款额度的利差

- 当LTV低于60%时，在融资额基础上每年3%
- 当LTV处于60%~70%时，在融资额基础上每年3.5%

利差的多少主要取决于谈判以及借方的信贷风险、交易风险、银行的融资成本和银行的其他相关收入。显然，由于增加的财务风险，杠杆越高（LTV越高），利差越大（反之亦然）。

利率风险和对冲

借方承诺承担规避利率风险波动的费用，且本合同必须经银行批准。对冲利率不包括利差，不能超过3%。协议约定的权利和应收款项将作为抵押转让给银行。

合约方约定采用浮动利率；利率一旦超过设置的利率上限（不包括利差），意味着营业现金流（减去房地产经营成本的租金支付）将无法继续确保合同承诺得到履行。显然，起草条款书时的利率将低于利率上限。借方将支付溢价购买对冲工具。或者，借方可以签订上下限合约或进行掉期操作。

如图表6-4所示的案例，假设5年期利率上限的先期成本按贷款额的某个百分比计算。

对冲		
12个月期EURIBOR（现行利率）	0.55%	息差（LTV界限值）
上限（BP假设值）	1.25%	60%
先期上限成本	1.5%	
融资额度	**现行**	**上限**
用于收购的融资额度的中间利率>LTV	3.55%	4.35%
用于收购的融资额度的中间利率<LTV	4.05%	4.75%

图表6-4 收益性房地产借贷利率

手续费（先期费用）

按贷款额的1%收取，贷款协议签订时支付。

此项费用的一部分用于支付贷款结构化成本，一部分用于提前支付银行的借贷活动的报酬。费用金额与总承诺贷款额相关，与贷款支用期无关。

抵押

（1）房地产优先受偿权抵押。

（2）当签署或终止的任何与房地产相关的其他合同涉及任何现行租赁协议下的租金和其他权利时，应向以银行（租金账户）为受益人的抵押托管账户支付此租金，并转让相应权利。

（3）借方股权100%质押。

（4）房地产作为担保进行抵押时，所有对抵押房地产进行承保的风险保单相关的权利和应收款项的转让。产权保险应由银行认可的知名担保公司进行承保。银行将享有保险单的质押权。

（5）签署利率风险对冲协议产生的权利和应收款项的转让。

同时，根据巴塞尔协议，担保的主要功能是对银行在授予贷款时因可能出现的信贷风险所造成的损失进行赔偿。而利差反映了信贷风险的大小。因此，准确和公平的一揽子担保可以降低信贷风险，并相应地减少银行账户备付（对银行有益）和利差（对借方有益）。

可以规避信贷风险的工具有：个人担保、自愿抵押和应收款项的质押，除

此之外，当然还有SPV股权的质押。

其他担保带来的仅仅是满足感。例如，当一个特定事件发生时，它们只能确保全部或部分合约义务的履行。但股权的质押还能授予借款行投票权，允许它在出现问题时更有效地对所融资的房地产进行监控。

贷款协议签署的先决条件

对于此类型的交易而言，除了常规条件外（签署权的核实、公司决议等），贷款协议的签署还受限于下列先决条件：

- 银行指定的评估师对抵押房地产的价值进行核实
- 提供银行认可的知名担保公司签发的对抵押房地产进行承保的所有风险保险单
- 提供房地产的所有租赁协约的真实副本
- 完成法律和税务尽职调查，提供在程序上和内容上令银行满意的法人文件和契约文件
- 完成洗钱(注)尽职调查

通常银行在借方提供的信息基础上起草条款书。如果借方同意，银行必须核实这些数据并进行技术、法律、税务和财务尽职调查(注)。

贷款拨付的先决条件

对于此类型的交易而言，除了常规条件外（签署权的核实、公司决议等），贷款的拨付还受限于下列先决条件：

1. 抵押的法律效力；
2. 由公证人/律师起草一份报告，证明：

- 优先受偿权抵押的登记

- 租金支付转让的规范化
- 未对借方发起的破产程序申请

3. 借方发布声明，证明除了合约签订时声明的债务外，无其他债务。

这些是所有房地产融资操作的典型标准条件，必须在贷款拨付之前满足。

其他条件

对于此类交易而言，除了标准化合同条件（包括但不局限于违约利息、禁止改变公司目标、禁止转让借方在贷款协议中的权利/义务、借方有义务将年度账目发送给银行等），贷款协议还将规定：

1. 贷款协议本身将优于股东的资本偿还贷款和/或集团内应收款项。

2. 任何与抵押房地产相关的法律费用和/或公证人费用、税收或关税和相关保险费均由借方支付。

3. 借方给银行签发授权书，指定评估师定期对抵押房地产的价值进行评估，评估费用由借方承担。银行可以要求进行额外的估价，但仅当借方违反贷款协议规定的财务约定事项或发生违约时，费用方由借方承担。

4. 借方必须将对借方履行贷款相关义务能力造成重大消极影响的和可能对借方经济、资产和财务状况造成重大损害的技术性、公司性或预算性事件通知银行。

在整个贷款周期内必须对贷款进行监控。在整个贷款周期内必须保证一直符合在担保时规定的所有条件。在全额还款之前，借方必须支持并允许银行核查这些条件是否仍适用。

财务约定事项

贷款与价值比率（LTV，即贷款额和银行指定评估师评估的抵押房地产的价值之间的比率）在贷款期限内不能超过70%。

偿付利息能力比率（ICR，即抵押房地产每年产生的租金总额和应

付给银行的年利息总额之间的比率）在贷款期限内不能低于170%。

财务约定事项可以总结如下：

- LTV违约 > 75%
- LTV现金归集 > 70%
- ICR违约 < 150%
- ICR现金归集 < 170%

为了对贷款协议中将要实际进行谈判的贷款额施加客观限制并实现还款前对贷款进行监控的功能，有必要对财务事项进行约定。这对交易的评级有着直接影响，也会影响到银行的监管资本（例如，降级将要求增加资本，但对房地产重新估价将有可能减少资本）。

对评级的监控也使及时采取行动防止交易可能出现的违约成为可能。

如果上述约定事项未得到遵守，借方必须偿还贷款的超额部分并且/或者提供银行认可的补充担保。

如果在利息支付日出现现金归集事件，或者无现金归集事件发生，但在最近的上一个利息支付日曾出现现金归集事件，借方必须确保超出企业运营成本的租金余额全部用于贷款的偿还。

约定事项/保证

除了此类交易中典型的基本承诺和义务之外，合约文件还将包括借方做出的特定承诺。除非事先得到银行的书面授权，否则借方不能：

- 对公司资产进行处置，除非是正常的业务运作
- 进行任何异常活动，如收购或兼并
- 牵涉任何其他金融负债
- 授予物权或个人担保（负抵押）

- 进行其他贷款
- 变更借方的所有权(注)
- 处置进行融资的房地产

借方是一个特殊目的载体，其目的是完成特定的交易。它不能进行对现有财务均衡产生不利影响的其他交易。

违约事项

以下是此类型的金融交易的典型条件。如果出现下列情况，银行有权终止协议，或根据情况要求借方偿还部分贷款和/或提供补充担保：

- 借方无法偿还一笔或多笔分期贷款或反复延迟付款
- 借方未能履行贷款协议规定的相关支付义务
- 作为抵押的资产受制于执法程序
- 借方和/或第三方抵押担保人未能立即履行与抵押房地产相关的一项或多项义务
- 借方实施了任何减少其资产水平或财务或经济稳固性的行为，或经受任何破产程序
- 违背与贷款协议整体或部分终止相关的条款中明确规定的一项或多项义务
- 提交给银行的文件和提供给银行的通知不真实
- 借方未立即安排贷款应付税收的偿还事宜或确立相关担保。在任何情况下，即便银行先行垫付，此类费用也将由借方承担
- 借方正申请破产程序

当贷款协议到期或终止时，贷方有权要求立即返还全额或部分应付资本额、利息（包括违约利息）和附加费用。全部应付金额将从贷款协议到期或终止之日起累计拖欠利息。

技术、法律和其他费用

这些费用由借方支付。借方还必须报销银行在完成融资交易时可能支出的所有未列入预算但文件齐全的费用。

在任何情况下，这些费用不能超过___欧元，包括准备法律和技术尽职调查报告和定期评估相关的费用。

银行不承担因借方所在地的税收影响所引起的任何责任。

银团贷款

银行保留无须事先得到借方同意即可进行证券化、银团贷款或出售全部或部分贷款的权利。借方在不承担风险、成本或费用（包括但不限于借方的法律成本或费用）的前提下协助银行进行银团贷款。除了此类交易中通常提供的信息，银行还可以提供有关借方或房地产的其他信息。

银行可以通过资金池与一家或多家银行进行俱乐部联贷或通过证券化/结算后银团贷款将应收转让给第三方。

条款书到期日：201×年1月31日。

法律：……

语言：英语

管辖法院：……

限制条件：上述仅为银行考虑准备提供贷款的条款和条件的草稿大纲，绝不能被推断为提供贷款的要约。任何与提供贷款相关的决议必须得到银行信贷委员会的批准。

一旦进入某个特定阶段，起初用于促进谈判的条款书将成为最终贷款协议的总结性文件和基础。一旦借方（将就不同条款进行谈判）认可条款书，

银行将启动或继续内部尽职调查程序并将尽职调查的结果汇总为综合提案提交给主管机构，以便主管机构做出授权发放贷款的决议。在此之后，如果贷款审批通过，贷款决议的内容将通知借方（虽然决议内容也有可能与条款书的内容不同）并签署贷款协议。

除了用于收购的融资额度，图表6-5还包括议定的每个贷款期的LTV、ICR和收益贷款比的计算以及交易流程（房地产和利用杠杆）。

金额单位：欧元

用于收购的融资额度	**0**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**
还款期期初贷款余额		*98 000 000*	*98 000 000*	*98 000 000*	*98 000 000*	*98 000 000*
贷款支取	98 000 000					
手续费	–980 000					
预付成本上限	–1 470 000					
融资税	–245 000					
还款额	0	0	0	0	0	–98 000 000
还款期期末贷款余额	*98 000 000*	*98 000 000*	*98 000 000*	*98 000 000*	*98 000 000*	*0*
LTV（%）		*68*	*67*	*65*	*63*	*62*
支付的利息		–4 655 000	–4 655 000	–4 655 000	–4 655 000	–4 655 000
用于收购的融资的现金流	**95 305 000**	–4 655 000	–4 655 000	–4 655 000	–4 655 000	–102 655 000
约定ICR（%）		205.5	210.6	215.9	221.3	226.8
约定检查		*OK*	*OK*	*OK*	*OK*	*OK*
收益贷款比		9.8%	10.0%	10.3%	10.5%	

图表6-5 融资额度

图表6-6中每笔现金流的IRR代表交易的回报或贷款的成本。需要注意的是，由于贷款的成本（5.39%）比房地产投资的回报（9.33%）低，最终的回报（使用杠杆时最终现金流）更为丰厚（16.93%）。注

金额单位：欧元

现金流汇总	0	1	2	3	4	5	IRR
房地产现金流	−140 000 000	9 565 920	9 805 068	10 050 195	10 301 450	168 956 136	9.33
用于收购的融资额度的现金流	95 305 000	−4 655 000	−4 655 000	−4 655 000	−4 655 000	−102 655 000	5.39
权益自由现金流	−44 695 000	4 910 920	5 150 068	5 395 195	5 646 450	66 301 136	16.93

图表6-6 现金流汇总

6.2 房地产组合收购的结构性融资

6.2.1 房地产组合收购的描述

提出贷款请求的投资者（借方）计划购买一个可用于租赁的房地产组合，其目的在于将各个房地产单独售出，预期从房地产组合的单项资产处置中获取资本收益。房地产组合整体销售的价格比单独销售房地产的价格总和要低，因为前者作为资产而言在市场上受到更多局限。这意味着考虑到流动性的减少（非流动性溢价），必须给予一定的折扣。鉴于此原因，房地产组合的购买价和房地产单卖价格之间的差额可以产生正利润。

收取的租金可以用于支付利息。如图表6-7所示，单个房地产售出后将偿还贷款。

	净租金（欧元）	OMV（欧元）
房地产1	580 125	8 925 000
房地产2	870 650	13 410 000
房地产3	360 750	5 550 000
房地产4	1 735 500	26 700 000
房地产5	965 250	14 850 000
房地产组合	**4 513 275**	**69 435 000**

图表6-7 房地产组合描述

在初步销售和购买协议签署时，需支付售价的25%作为购买房地产组合的订金。销售过程完成后支取贷款时应支付其余的款项。

评估价值（OMV）代表房地产组合分成单项房地产后预期的销售价格。租金每年2.5%的净增长被通货膨胀率抵消。

由于无法事先确定销售的顺序，图表6-8假设了单项房地产的销售顺序，包括相关的房地产组合剩余OMV。图中的销售顺序仅仅是众多情形中的一种。房地产根据图中的销售顺序被售出。交易的预期营业现金流，如图表6-9所示。

金额单位：欧元

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
房地产1	8 925 000	8 925 000	8 925 000	卖出	卖出	卖出	卖出	卖出	卖出	卖出
房地产2	13 410 000	13 410 000	13 410 000	13 410 000	13 410 000	卖出	卖出	卖出	卖出	卖出
房地产3	5 550 000	5 550 000	5 550 000	5 550 000	5 550 000	5 550 000	卖出	卖出	卖出	卖出
房地产4	26 700 000	26 700 000	26 700 000	26 700 000	26 700 000	26 700 000	26 700 000	卖出	卖出	卖出
房地产5	14 850 000	14 850 000	14 850 000	14 850 000	14 850 000	14 850 000	14 850 000	14 850 000	14 850 000	卖出
房地产组合	**69 435 000**	**69 435 000**	**69 435 000**	**60 510 000**	**60 510 000**	**47 100 000**	**41 550 000**	**14 850 000**	**14 850 000**	**0**

图表6-8 房地产组合撤资模拟

现金流（欧元）	**0**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**
收购	*−14 625 000*	*−43 875 000*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
房地产处置1	*0*	*0*	*0*	*8 925 000*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	
房地产处置2	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*13 410 000*	*0*	*0*	*0*	*0*	
房地产处置3	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*5 550 000*	*0*	*0*	*0*	
房地产处置4	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*26 700 000*	*0*	*0*	
房地产处置5	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*14 850 000*	
投资现金流	**−14 625 000**	**−43 875 000**	**0**	**0**	**8 925 000**	**0**	**13 410 000**	**5 550 000**	**26 700 000**	**0**	**14 850 000**
房地产1租金	145 031	145 938	146 850	0	0	0	0	0	0	0	
房地产2租金	217 913	219 274	220 645	222 024	223 412	0	0	0	0	0	
房地产3租金	90 188	90 751	91 318	91 889	92 463	93 041	0	0	0	0	
房地产4租金	433 875	436 587	439 315	442 061	444 824	447 604	450 402	0	0	0	
房地产5租金	241 313	242 821	244 338	245 865	247 402	248 948	250 504	252 070	253 645	0	
房地产现金流	**−14 625 000**	**−42 746 681**	**1 135 371**	**1 142 467**	**9 926 840**	**1 008 101**	**14 199 594**	**6 250 906**	**26 952 070**	**253 645**	**14 850 000**

图表6-9 实际运营中的现金流

6.2.2 房地产组合融资的条款书

银行和借方

- 贷款行：X银行和Y银行的份额相同，但授信额度有可能不同
- 代理行：X银行
- 借方：Z公司

贷方保留在交易达成之前或之后建立资金池用于发放贷款，或通过银团贷款进行放贷的权利。尽管通过俱乐部贷款放贷的两家银行保证授予全部贷款额，但它们保留授予一个或多个贷款的权利。

操作的结构和贷款的目的

A1贷款额度、A2贷款额度和A3贷款额度：中期贷款将在支付抵押房地产的部分净购买价格后发放。

将被抵押的房地产（“抵押房地产”）

房地产组合包括附件中描述的各项房地产。

贷款额

对于A1额度而言，贷款额不能超过下列各项中的最低值：

- 15 000 000欧元
- 代理行指定评估师评估的抵押房地产的市场价值的40%
- 抵押房地产购买价格的40%

  对于A2额度而言，贷款额不能超过下列各项中的最低值：

- 15 000 000欧元

- 与A1额度累计，代理行指定评估师评估的抵押房地产的市场价值的60%
- 与A1额度累计，抵押房地产购买价格的60%

对于A3额度而言，贷款额不能超过下列各项中的最低值：

- 15 000 000欧元
- 与A1额度和A2额度累计，代理行指定评估师评估的抵押房地产的市场价值的70%
- 与A1额度和A2额度累计，抵押房地产购买价格的70%

总贷款额的ICR不能低于150%，LTV不能超过房地产组合现值的70%，LTC不能超过房地产组合收购价的80%。

每个额度的贷款额，如图表6-10所示。

融资额度	A1	A2	A3
价值（欧元）	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*
LTV%上限（%）	*40*	*60*	*70*
LTV上限（欧元）	*27 774 000*	*41 661 000*	*48 604 500*
LTC上限（%）			*80*
LTC上限（欧元）			*46 800 000*
与之前的额度的差额（欧元）	*26 661 000*	*16 800 000*	
承诺贷款额（欧元）	**15 000 000**	**15 000 000**	**15 000 000**

图表6-10 每个额度的贷款额

融资额度被划分成几份是因为其各自不同的风险特点。此外，银行保留将不同额度单独认购的权利（例如，A1额度X银行、A2额度和A3额度Y银行）。

A1额度、A2额度和A3额度：在一次或多次预付抵押房地产的价款时提取一笔或多笔分期贷款。

所有贷款额度的授信期限

三年。

贷款期限与借方购买房地产组合的策略一致。借方随后将房地产单独出售给第三方。

还款

A1额度、A2额度和A3额度：在签署贷款协议之日起三年内用房地产销售收入还款或三年后以单笔分期形式偿还。

单项房地产销售流程结束时偿还贷款。尤其是，对于每笔销售而言，根据银行和借方商定的标准，借方将至少偿还相应房地产单元贷款额的120%。

根据要求的发行定价，制定一份贷款金额分配表（图表6-11），将一定数额的债务分配给每项房地产。每笔分配的贷款金额必须在房地产售出时得到偿还。

	OMV（欧元）	价值（%）	ALA（欧元）	发行定价（欧元）
房地产1	8 925 000	13	5 784 187	6 941 024
房地产2	13 410 000	19	8 690 862	10 429 034
房地产3	5 550 000	8	3 596 889	4 316 267
房地产4	26 700 000	38	17 303 953	20 764 744
房地产5	14 850 000	21	9 624 109	11 548 931
房地产组合	**69 435 000**	**100**	**45 000 000**	**11 548 931**

图表6-11 贷款金额分配表

可选还款方式

借方在每季度利息到期日均可提前偿还全额或部分贷款，但必须至少提前30天书面通知银行并每满一年支付提前还款额的100个基点，作为提前还款费。在“贷款偿还流程”规定的情形中，无须支付1%的罚金。

每笔撤资的发行价格，如图表6-12所示。

发行价格（欧元）	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
房地产1	0	0	0	6 941 024	0	0	0	0	0	0
房地产2	0	0	0	0	0	10 429 034	0	0	0	0
房地产3	0	0	0	0	0	0	4 316 267	0	0	0
房地产4	0	0	0	0	0	0	0	20 764 744	0	0
房地产5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2 548 931
还款额（欧元）	**0**	**0**	**0**	**6 941 024**	**0**	**10 429 034**	**4 316 267**	**20 764 744**	**0**	**2 548 931**

图表6-12 基于销售预期的发行价格

利息和利差

对于所有贷款而言，浮动利率的基础是3个月期的EURIBOR，再加上银行的利差。

借方必须以银行认为合适的方式对利率风险进行规避。

整个贷款期限中每年：

- A1额度：2.5%
- A2额度：3%
- A3额度：3.5%

利差不同的原因是不同贷款额度的风险特点不一样。此外，银行可以要求对利率上限做出规定（如前文案例分析中所述），以便对导致财务费用支付增加到不可持续水平的利率上升风险进行规避。进行财务可持续性分析时为EURIBOR设定一个相对于授予贷款时市场条件（如0.20%）而言略高的值（0.50%）。考虑到贷款的短期性，可以不对规避利率上升的风险进行模拟。

支付的频率

每季季末支付。

费用

- 统一费率的规划和订立费：等于承诺贷款全额的1.2%，贷款提取时支付
- 应付给代理行的贷款管理费：每年5万欧元，每季度支付一次

每个融资额度的利率，如图表6-13所示。

利息	A1	A2	A3
3个月期EURIBOR（最大）（%）	0.5	0.5	0.5
利率差（%）	2.5	3	3.5
年度中间利率（%）	3	3.5	4
季度中间利率（%）	0.74	0.86	0.99
初始年度利息（欧元）	450 000	525 000	600 000

图表6-13 房地产组合收购借贷利率

抵押

- 对抵押房地产享有优先受偿权
- 承诺不将房地产抵押和/或赋予第三方对银行产生不利的权利
- SPV股份的100%质押
- 借方的股东承诺不改变股东结构
- 承诺贷款资本偿还将优于任何股东贷款的偿还和/或集团内部的应付款项
- 承诺不借出和/或借入新的贷款，且在未提前得到银行书面同意的情况下不将分红分配和/或将权益返还给股东
- 由银行批准的一家知名担保公司针对抵押房地产签发保险单和以银行为指定受益人的支付证明。这些保险单的投保限额必须与贷款金额和抵押房地产重建成本两者之中较高的相等

- 经银行批准对利率风险进行规避。此类合同产生的权利必须转让给银行
- 将所有（现有的和未来的）租金或租赁付款，包括承租人和/或抵押房地产的承租人的提前支付款项以及任何其他房地产管理可能产生的收入，转让和支付到托管账户，以银行为受益人进行质押
- 将承租人和/或抵押房地产的承租人出具的担保进行转让，以便确保相关的租金和/或租赁付款的支付
- 将所有存款、预付款和/或抵押房地产整体或单项销售价格的结算等所有收到的收入支付到托管账户，以银行为受益人进行质押
- 向银行批准的一方出具销售抵押房地产的授权书

约定事项和其他条件

除了此类交易的标准合约条件之外，贷款还受制于下列附加条件：

- 贷款与价值比率（LTV，即贷款额和由银行指定评估师评估的作为抵押的房地产的价值之间的比率）在贷款期限内不能超过70%
- 偿付利息能力比率（ICR，即抵押房地产每年产生租金收入的总和与每年应付给银行的利息之间的比率）在贷款期限内不能低于150%
- 每年在获得借方批准后的30天内向银行提供借方的账户
- 每半年至少向银行提供一次有关借方会计现状的最新报告

- 每季度至少向银行提供一次有关抵押房地产营销进展的报告
- 承诺承担任何费用，包括与抵押房地产相关的公证费、税费和关税，以及相关的保险费
- 承诺当发生可能对借方履行合约义务有负面影响的事件时通知银行
- 银行有权每季度至少视察抵押房地产一次

贷款申请流程开始时需要的文件

向银行提供下列文件：

- 每页均有公司（借方）法定代表签字的承诺文件的副本一份
- 关于抵押房地产现有承租人偿付能力的证明
- 由银行认可的评估师对抵押房地产做出的调研，证明抵押房地产符合城镇规划、行政法规和现有租赁的租金支付的可持续性。

贷款协议签署之前要求采取的行动

除了适用于此类型操作的常规条件外，贷款协议签署的条件还包括：

- 确立上文列述的所有抵押
- 完成公司、法律和税务尽职调查

贷款协议签署之前要求的文件

除了此类操作要求的典型文件外，还应向银行提供下

列文件：

- 贷款协议的副本
- 抵押登记的副本
- 由指定公证人/律师签发的证明在相关土地登记机构进行以银行为受益人优先的受偿抵押登记的最终报告
- 证明公司未破产且未申请破产的借方的未破产公证书的原始版本
- 抵押明确要求的以银行为受益人的保险单的质押原件
- 抵押房地产购买行为的真实原件

图表6-14列出了与房地产购买相关的3个贷款额度，假设A3额度首先得到偿还，然后是A2额度。图表6-15对包括约定事项测试的房地产在内的购买额度进行了汇总。

最后，图表6-16对运营中的现金流（房地产现金流和杠杆现金流）、贷款额度的现金流和代表贷款成本的相关年度IRR进行了汇总。需要注意的是，由于贷款成本（平均4.49%）比营业回报水平（19.01%）要低，最终的回报水平（最终的杠杆现金流）特别高（49.71%）。

金额单位：欧元

A1额度	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	合计
还款期期初贷款余额	*0*	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*2 548 931*	*2 548 931*	
贷款支取	15 000 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	15 000 000
手续费	−180 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	−180 000
还款额	0	0	0	0	0	0	0	−12 451 069	0	−2 548 931	−15 000 000
还款期期末贷款余额	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*2 548 931*	*2 548 931*	*0*	
利息支付	−111 256	−111 256	−111 256	−111 256	−111 256	−111 256	−111 256	−18 906	−18 906	0	−816 604
A1额度的现金流	**14 708 744**	**−111 256**	**−111 256**	**−111 256**	**−111 256**	**−111 256**	**−111 256**	**−12 469 975**	**−18 906**	**−2 548 931**	**−996 604**
A2额度	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**合计**
还款期期初贷款余额	*0*	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*12 629 942*	*8 313 675*	*0*	*0*	
贷款支取	15 000 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	15 000 000
手续费	−180 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	−180 000
还款额	0	0	0	0	0	−2 370 058	−4 316 267	−8 313 675	0	0	−15 000 000
还款期期末贷款余额	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*12 629 942*	*8 313 675*	*0*	*0*	*0*	
利息支付	−129 562	−129 562	−129 562	−129 562	−129 562	−109 090	−71 809	0	0	0	−828 708
A2额度的现金流	**14 690 438**	**−129 562**	**−129 562**	**−129 562**	**−129 562**	**−2 479 149**	**−4 388 076**	**−8 313 675**	**0**	**0**	**−1 008 708**
A3额度	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**合计**
还款期期初贷款余额	*0*	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*8 058 976*	*8 058 976*	*0*	*0*	*0*	*0*	
贷款支取	15 000 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	15 000 000
手续费	−180 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	−180 000
还款额	0	0	0	−6 941 024	0	−8 058 976	0	0	0	0	−15 000 000
还款期期末贷款余额	*15 000 000*	*15 000 000*	*15 000 000*	*8 058 976*	*8 058 976*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	
利息支付	−147 801	−147 801	−147 801	−79 408	−79 408	0	0	0	0	0	−602 220
A3额度的现金流	**14 672 199**	**−147 801**	**−147 801**	**−7 020 432**	**−79 408**	**−8 058 976**	**0**	**0**	**0**	**0**	**−782 220**

图表6-14 贷款额度的详细分解

用于收购的融资额度的汇总（欧元）	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	合计
贷款支取	45 000 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	45 000 000
还款额	0	0	0	−6 941 024	0	−10 429 034	−4 316 267	−20 764 744	0	−2 548 931	−45 000 000
还款期期初贷款余额	45 000 000	45 000 000	45 000 000	38 058 976	38 058 976	27 629 942	23 313 675	2 548 931	2 548 931	0	
房地产组合的价值	69 435 000	69 435 000	69 435 000	60 510 000	60 510 000	47 100 000	41 550 000	14 850 000	14 850 000	0	
LTV（%）	**65**	**65**	**65**	**63**	**63**	**59**	**56**	**17**	**17**		**64.8**
约定事项测试	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**		
利息	−388 619	−388 619	−388 619	−320 226	−320 226	−220 347	−183 065	−18 906	−18 906	0	−2 247 532
租金	1 128 319	1 135 371	1 142 467	1 001 840	1 008 101	789 594	700 906	252 070	253 645	0	7 412 312
ICR（%）	**290**	**292**	**294**	**313**	**315**	**358**	**383**	**1333**	**1342**		**290.3**
约定事项测试	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**		
手续费	−540 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	−540 000
贷款税收	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
银行代理费	−12 500	−12 500	−12 500	−12 500	−12 500	−12 500	−12 500	−12 500	−12 500	0	−112 500
用于收购的融资额度的现金流	44 058 881	−401 119	−401 119	−7 273 750	− 332 726	−10 661 881	−4 511 832	−20 796 150	−31 406	−2 548 931	−2 900 032

图表6-15 贷款额度和约定事项的汇

现金流汇总（欧元）	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	合计	年内部回报率（%）
房地产现金流	–14 625 000	–42 746 681	1 135 371	1 142 467	9 926 840	1 008 101	14 199 594	6 250 906	26 952 070	253 645	14 850 000	18 347 312	19.01
用于收购的融资额度的现金流	0	44 058 881	–401 119	–401 119	–7 273 750	–332 726	–10 661 881	–4 511 832	–20 796 150	–31 406	–2 548 931	–2 900 032	4.49
股权自由现金流	**–14 625 000**	**1 312 200**	**734 252**	**741 348**	**2 653 089**	**675 375**	**3 537 713**	**1 739 074**	**6 155 920**	**222 240**	**12 301 069**	**15 447 281**	**49.71**

图表6-16 现金流和回报

6.3 房地产开发项目的融资

6.3.1 住宅开发项目的描述

贷款将用于对住宅开发项目[注]的建设成本进行融资，并在单项房地产（公寓）的销售完成之后得到偿还，此贷款不得进行转让。预期时间表和现金流如图表6-17所示。

借方将用自己的资本购买土地（全额权益融资）并向银行要求贷款，以便支付全额建设成本（仅在资本支出上的LTC为100%）。现在假定初步销售协议签署后收到公寓售价的25%，销售完成后（最终契约履行）收到余额。

6.3.2 开发项目贷款的条款书

用于抵押的房地产

房地产位于____，正在施工中，施工许可证号____已签发。

贷款金额和贷款目的

为了支付抵押房地产的建筑成本和对抵押房地产最终买家支付的预付款出具担保的成本，银行将拨放一笔包括下列额度的贷款。

建造额度

至少贷出以下金额中的最低值：

- 52 000 000欧元
- 由银行指定独立评估师确定的房地产建设成本的100%（不包括土地成本）
- 由银行指定独立评估师确定的抵押房地产60%的价值，其前提是房地产根据上文提到的改造项目已全部开发

时序	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
面积（%）	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
建设进度（%）	0	0	10	15	20	20	20	15	0	0	0	
初步合同（%）	0	0	0	0	10	20	20	25	25	0	0	
最终契约（%）	0	0	0	0	0	0	0	0	0	50	50	
现金流	**0**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	合计
与项目面积相应的现金流（欧元）	−18 000 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	**−18 000 000**
与建设进度相应的现金流（欧元）	0	0	−4 500 000	−6 750 000	−9 000 000	−9 000 000	−9 000 000	−6 750 000	0	0	0	**−45 000 000**
与初步合同相应的现金流（欧元）	0	0	0	0	2 062 500	4 125 000	4 125 000	5 156 250	5 156 250	0	0	**20 625 000**
与最终契约相应的现金流（欧元）	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30 937 500	30 937 500	**61 875 000**
房地产现金流（欧元）	**−18 000 000**	**0**	**−4 500 000**	**−6 750 000**	**−6 937 500**	**−4 875 000**	**−4 875 000**	**−1 593 750**	**5 156 250**	**30 937 500**	**30 937 500**	**19 500 000**

图表6-17 一个房地产开发项目的时序及相应的现金流

欧洲某些法律要求提供抵押担保/保险，确保返还预付款/存款。在某些法律体系下，这些款项必须通过提供融资的银行的活期账户进行中转。

担保额度

将提供下列项中的最低值：

- 18 000 000欧元
- 以银行为受益人进行质押，存入托管账户的抵押房地产单元最终买家的100%预付款/存款

独立评估师可以是受雇于银行的测量师或独立的专家。评估师应起草用于贷款支取的施工报告，此外还应填写项目监控表，由专业人员（监察人）负责常规检查房地产建筑工程是否按贷款协议（尤其是投标合同或合同）签署时提供给银行的时间表和协定的商业计划进行。这样做的目的也是为了确保建设期间一旦发生突发事件致工期延误、建设成本和财务费用的必然增长，可以及时采取应对措施。两个融资额度的最大融资额，如图表6-18所示。

		建造额度（欧元）		担保额度（欧元）
最大额度		52 000 000		18 000 000
LTC	100%	45 000 000	100%	20 625 000
LTV	60%	49 500 000		
融资额度		**45 000 000**		**18 000 000**

图表6-18 贷款额

利率和利差

浮动利率（3个月期EURIBOR）+利差，每季季末支付。

开发额度

- 在建设阶段每年3.5%
- 建设完成后每年2.5%

担保费用

每年1%，每个季度末支付。

在进行全盘分析时，为EURIBOR（0.5%）设定一个在授予贷款时（0.2%）相对于市场条件而言较高的值，以探查当利率上升时项目的财务可持续性。根据不同的基准利率可以反复进行测试。用于计算的利率转换为每季度的利率[注]。每个融资额度的利率，如图表6-19所示。

单位：%

	建设阶段	完工阶段	担保额度
利差	3.5	2.5	**1**
3个月期EURIBOR	0.5	0.5	
利率（每年）	**4**	**3**	**1**
利率（每季度）	*0.99*	*0.74*	*0.25*

图表6-19 房地产开发项目借贷的利率

建造额度

建造额度将以不同分期的形式进行支取。根据银行指定独立评估师确定的WIP，至少每隔一个月支取一次，金额不低于500 000欧元。支取还必须符合上文提到的前提条件。

担保费用

借方将最终买家处支付的相关预付款/存款存入托管账户，作为交换，银行以分期贷款的形式提供担保额度。而担保额度由约定买家支付的预付款进行担保。

根据某些国家的法律，也可以通过其他担保（比如发起人签发的公司担保）提供但保额度。

期限

3年。

贷款期限必须与建设和营销活动的持续时间保持一致。

还款

贷款到期时一次还清，或在竣工的房地产销售完成时偿还。尤其是，每个单项房地产售出后，要求借方至少偿还根据银行和借方商定标准分配给相应房地产单元贷款额度的125%。

允许在每季度的利息还款期到期时提前偿还全额或部分贷款，前提是至少提前30天书面通知银行，且支付给银行违约罚金（如果有的

话）并每满一年支付提前还款额的50个基点的提前还款费。

根据上述房地产销售进行的还款不被视为提前还款。

根据销售完成和贷款偿还的情况，银行将返还针对担保费签发的担保，随后安排与之同步的抵押赎回。

房地产产权转移并支付全额价款后，担保不再生效，必须返给银行做撤销处理。

贷款安排成本

贷款金额的1.25%，第一笔贷款支取时扣留。

贷款安排成本不包括支付给评估师的人工费用。

承诺贷款费用

根据建造额度支取后的剩余额度计算（批准的贷款额与实际支取额的差额），每年收取1.5%。贷款协议签署后每个季度末支付此费用。

这项应付佣金是借方因未在商定期限内提取贷款而对银行承诺维持贷款额度所做出的补偿。在这个例子中，为了明晰起见，假设只有一项贷款协议可以立即提供抵付建设成本所需的全部贷款额度。通常而言，为了避免负担过多的承诺费，根据项目的实际现金需求会申请不同的贷款或不同批次的贷款。由于此项佣金的存在，应该避免承诺过多不必要的贷款金额，这就需要对项目的预期现金流进行预测，这一点十分重要。

其他成本

除了评估师评估成本和与银行指定调查员起草的工程进度报告相关的检查成本之外，借方还将承担银行发生的与贷款准备、协议签署和管理相关的所有其他成本。

根据提前与银行商定的预算，借方承诺在提出第一笔贷款需求时支付这些费用。费用总额不超过____欧元。

贷款额度（建造额度和银行担保）的演变细节，如图表6-20所示。

建造额度（欧元）	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	合计
还款期期初贷款余额	*0*	*0*	*0*	*4 500 000*	*11 250 000*	*20 250 000*	*29 250 000*	*38 250 000*	*45 000 000*	*45 000 000*	*16 875 000*	
贷款支取	0	0	4 500 000	6 750 000	9 000 000	9 000 000	9 000 000	6 750 000	0	0	0	**45 000 000**
手续费	0	0	−562 500	0	0	0	0	0	0	0	0	**−562 500**
还款额	0	0	0	0	0	0	0	0	0	−28 125 000	−16 875 000	**−45 000 000**
还款期期末贷款余额	*0*	*0*	*4 500 000*	*11 250 000*	*20 250 000*	*29 250 000*	*38 250 000*	*45 000 000*	*45 000 000*	*16 875 000*	*0*	
建设期间利息	*0*	*0*	*−44 340*	*−110 851*	*−199 531*	*−288 212*	*−376 893*	*−443 403*	*0*	*0*	*0*	*−1 463 231*
完工后利息	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*−333 768*	*−125 163*	*0*	*−458 931*
总利息	0	0	−44 340	−110 851	−199 531	−288 212	−376 893	−443 403	−333 768	−125 163	0	**−1 922 162**
未使用的承诺资本	0	0	0	33 750 000	24 750 000	15 750 000	6 750 000	0	0	0	0	
承诺费	0	0	0	−125 857	−92 295	−58 733	−25 171	0	0	0	0	**−302 056**
A1额度的现金流	**0**	**0**	**3 893 160**	**6 513 292**	**8 708 174**	**8 653 055**	**8 597 936**	**6 306 597**	**−333 768**	**−28 250 163**	**−16 875 000**	**−2 786 718**
担保额度（欧元）	**0**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**合计**
还款期期初的担保额	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*1 800 000*	*5 400 000*	*9 000 000*	*13 500 000*	*18 000 000*	*9 000 000*	
新担保	0	0	0	0	1 800 000	3 600 000	3 600 000	4 500 000	4 500 000	0	0	**18 000 000**
担保到期	0	0	0	0	0	0	0	0	0	−9 000 000	−9 000 000	**−18 000 000**
还款期期末担保额	*0*	*0*	*0*	*0*	*1 800 000*	*5 400 000*	*9 000 000*	*13 500 000*	*18 000 000*	*9 000 000*	*0*	
成本	0	0	0	0	−4 483	−13 450	−22 416	−33 624	−44 832	−22 416	0	**−141 222**

图表6-20 贷款额

担保

- 作为主要贷款的担保方，对抵押房地产享有优先受偿权
- 将与房地产销售相关的预付款/存款等全部收入支付到托管账户，以银行为受益人为担保费用进行质押
- 将所有房地产销售收入所得和未用于支付担保费用的相关预付款/存款支付到托管账户，以银行为受益人进行质押。显然，这些款项可以用于支付抵押房地产的建设成本，与此同时减少了贷款额

- SPV股份的100%质押
- 将与抵押房地产改造相关的招标合同产生的包括应收款在内的所有权利转让给银行。此项约定必须以银行认可的方式起草
- 将第一次见票即付的等价于施工招标总价值10%的履约保证转让给银行作为工程完工的担保
- 将所有被银行认可的知名担保公司签发的对抵押房地产进行承保的风险保险单产生的权利和应收款转让并质押给银行
- 借方的股东承诺保证支付附录中商业计划未指定的任何成本，并确保银行的索赔优于他们的任何应付款或任何集团内部贷款

一揽子担保可以保证融资文件中银行所有现有和未来对借方的索赔要求。

约定事项

对于此类操作而言，除了标准的合约条件（包括但不限于：违约利息、禁止对公司目标进行修改、禁止转让借方在贷款协议中的权利/义务）以及违反合同时适用的先决条件之外，借方还应符合下列附加要求：

- 贷款与价值比率（LTV，即贷款本金和银行认可独立评估师确定的抵押房地产完工后价值之间的比率）在贷款期限内不能超过60%
- 贷款与成本比率（LTC，即贷款本金和包括土地成本在内的进行融资的工程的成本之间的比率）在贷款期限内不能超过75%

- 借方和其合作者承诺不向第三方授予与借方资产和/或股份相关的实际权利，除非得到银行的书面同意（负质押）
- 借方和借方的股东承诺不改变现有股东结构，除非得到银行的书面同意
- 借方承诺每半年向银行提供一次其会计状况的最新报告
- 借方承诺每月向银行提供根据贷款协议以银行为受益人进行质押的所有托管账户提取记录的副本
- 借方承诺每年在获得同意后的30天内向银行提供其账户以及母公司和原集团公司的账户
- 授予银行安排指定评估师每年至少视察一次抵押房地产的权利，以便在每次贷款支取时监控房地产是否符合银行法规和工程进度

贷款协议签署之前要求的文件

对于此类操作而言，除了典型的条件（签署权和公司决议的核实等）之外，贷款协议签署的前提条件还包括下列文件的提交：指定公证人/律师起草的证明抵押房地产完全所有权和未有任何负担和/或对借方不利控告的初步报告。

贷款支取之前要求的文件

对于此类操作而言，除了典型的条件之外，贷款支取的前提条件还包括下列文件的提交：

1. 由指定公证人/律师起草一份最终报告，证明：

- 抵押房地产的所有权，以及房地产无任何不利指控
- 以银行为受益人进行了优先受偿权抵押登记

2. 贷款协议的副本。

3. 由银行认可的评估师在贷款支取时对抵押房地产价值做出的评估。

4. 由银行认可的评估师出具的工程开工和工程进度的证明。

5. 建筑规范尽职调查。

对于担保费用而言：

- 将房地产销售收到的全部预付款收入支付到托管账户，以银行为受益人进行质押的证明

对于整个贷款期限而言，有必要监控借方是否遵守约定事项，尤其包括预期OMV注和债务之间的比率（如图表6-21所示）。

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
债务（欧元）	0	4 500 000	11 250 000	20 250 000	29 250 000	38 250 000	45 000 000	45 000 000	16 875 000
平均OMV（欧元）	18 000 000	24 000 000	32 437 500	42 975 000	54 075 000	65 175 000	75 750 000	82 500 000	41 250 000
LTV（%）		18.75	34.68	47.12	54.09	58.69	59.41	40.91	54.55
约定事项测试		*OK*	*OK*	*OK*	*OK*	*OK*	*OK*	*OK*	*OK*

图表6-21 财务约定事项：LTV

图表6-22对上述贷款额度和现金流进行了汇总。

金额单位：欧元

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	合计	年内部回报率（%）
房地产现金流	−18 000 000	0	−4 500 000	−6 750 000	−6 937 500	−4 875 000	−4 875 000	−1 593 750	5 156 250	30 937 500	30 937 500	**19 500 000**	**21.90**
建设融资额度现金流	0	0	3 893 160	6 513 292	8 708 174	8 653 055	8 597 936	6 306 597	−333 768	−28 250 163	−16 875 000	**−2 786 718**	**5.58**
银行担保融资额度现金流	0	0	0	0	−4 483	−13 450	−22 416	−33 624	−44 832	−22 416	0	**−141 222**	
限制前的杠杆现金流	**−18 000 000**	**0**	**−606 840**	**−236 708**	**1 766 190**	**3 764 605**	**3 700 520**	**4 679 223**	**4 777 650**	**2 664 921**	**14 062 500**	**16 572 060**	**38.49**
还款期期初的托管账户	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*1 766 190*	*5 532 999*	*9 240 422*	*13 931 174*	*18 726 204*	*21 414 489*		
增加	0	0	0	0	1 766 190	3 764 605	3 700 520	4 679 223	4 777 650	2 664 921	0	**21 353 108**	
利息	0	0	0	0	0	2 204	6 903	11 529	17 381	23 364	26 718	**88 099**	
贷款支取	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	21 441 207	**21 441 207**	
贷款期期末的托管账户	*0*	*0*	*0*	*0*	*1 766 190*	*5 532 999*	*9 240 422*	*13 931 174*	*18 726 204*	*21 414 489*	*0*		
利用杠杆时的权益现金流	−18 000 000	0	−606 840	−236 708	0	0	0	0	0	0	35 503 707	**16 660 159**	**29.15**

图表6-22 现金流和贷款额度的汇总

6.4 对购物中心进行融资：信贷申请

本节[注]介绍的案例是一份提交给贷方信贷委员会讨论的关于通过抵押贷款额度对核心购物中心进行潜在融资的执行摘要。信贷申请中包含关于借方、发起人和作为融资对象的房地产的详细分析的信息。在讨论得出正面结论和获得委员会支持/批准的情况下，贷方可以签发一份约束性条款书，对必要的法律文件进行讨论并使之生效。

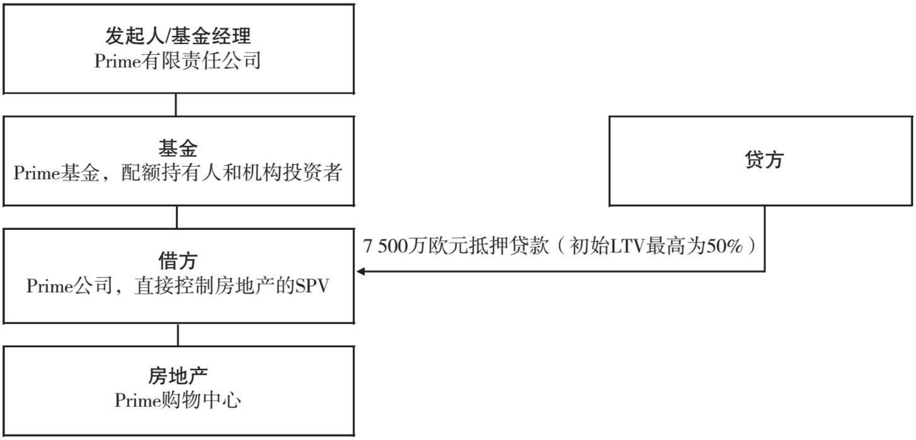
6.4.1 涉及的参与方

下面章节将介绍交易涉及的参与方，其中包括借方、基金和基金经理/发起人。考虑到拟定融资的无追索权属性，分析主要集中在直接持有房地产（贷款额度的主要抵押）的借方/SPV和提供必要债务服务所需的现金流来源。因此，信贷能力主要受房地产质量的影响。其他交易的参与方为基金（控制借方的实体）、作为投资者的基金经理、负责管理基金组合的资产经理和与贷方有直接关系的实体（交易发起人）。

1. 借方

拟定融资的借方Prime公司是一家直接持有Prime购物中心的有限责任公司（SPV）。Prime购物中心（“房地产”），目前的总可租用面积为30 000平方米，竣工后还将扩充10 000平方米。借方由一个封闭式房地产基金

Prime FCP直接控制，只有机构投资者才能投资此基金。Prime有限责任公司（“基金经理”或“发起人”）对它进行管理。发起人是一家全球性房地产投资和基金资产管理公司，管理的总资产超过500亿欧元。交易结构，如图表6-23所示。



图表6-23 交易的结构图：申请目的

由房地产担保的高达7 500万欧元（LTV最高为50%）的抵押贷款要求获得批准。融资的目的是：（1）对现有金融负债进行再融资；（2）为借方创造流动性，对总可租用面积基础上扩充的约10 000平方米面积的相关建设和开发成本进行融资。将总可租用面积扩大到40 000平方米，房地产的OMV预期从现有的1 500万欧元（由独立评估师根据RICS标准起草的最新估值报告）增加到约2 000万欧元。因此，扩建完工时LTV从初始的50%有望降低至37.5%。拟定抵押贷款的主要条款和条件，如图表6-24所示。

借方	Prime公司
融资额	7 500万欧元
到账时间	• 结账日期后1个月内5 000万欧元 • 结账日期后的12个月内2 500万欧元
利差	400个基点
结账费	在结账时支付全部融资额的125个基点

承诺贷款费	每年收取未提取融通额的100个基点，以每季度分期方式进行支付
期限	5年
利息期	3个月或6个月
还款	到期日子弹式还款
主要担保	• 以房地产（包括扩建）的优先受偿权进行抵押 • 借方配额的质押 • 借方银行账户的质押 • 租赁合同应收款的转让 • 对冲应收款的转让 • 保险应收款和保险损失收款人条款的转让
每半年测试一次的财务约定事项	• LTV ≤ 50%（第1年） • LTV ≤ 40%（第2年、第3年、第4年、第5年） • ICR ≥ 2.0倍 从历史角度看（往后看） • ICR ≥ 2.0倍 从预测角度看（往前看）
主要附加约定事项	• 借方控制权不变 • 基金经理不变
自愿提前还款	允许的前提是在第1年提前还款时须支付2.0%的提前还款罚金，第2年1.5%，第3年1.25%，第4年1.0%，第5年0.5%。罚金计算的基础是未偿还贷款额
取消费	未支取额（如果有的话）的2%，贷款到账后支付
利率风险规避	通过IRS或基准利率不高于2.0%的利率上限对至少5 000万欧元的名义金额进行强制性利率风险规避，直到最终到期日

图表6-24 主要条款和条件的汇总

2. 经营战略发起人

Prime有限责任公司是一家在伦敦证券交易所上市的全球性房地产投资和基金资产管理公司，其管理的总资产超过500亿欧元。该基金成立于2010年，合约期为10年，旨在让机构投资者进入房地产行业的专业性子领域，如商场。该基金已建立了一个由15家分布在欧洲各地（德国、法国、意大利、比荷卢经济联盟、斯堪的纳维亚）的商场组成的优质资产组合。这些商场在它们各自的市场领域占有明显优势。房地产组合总金额达到10亿欧元，NAV为6亿欧元。该基金当前的战略是通过扩建其核心房地产（包括本文特指的房地产），进一步增加房地产的吸引力和各自市场领域的占有率。Prime有限责任公司专业从事零售房地产投资和管理。它在基金组合的资产管理和运营方面（比如承租人管理、租赁、营销、租金收集和报告活动）执行的是最高标准。该基金的业绩优异，实际IRR为11%（每年向投资者分配的收益为6%）。

6.4.2 财务分析和关键指标

由于拟定融资将授予直接控制房地产的SPV，借方不允许进行其他金融负债，对基金和其他发起人管理的实体无追索权，所以财务分析主要集中在房地产产生的预期现金流。但基金作为间接控制借方的债务人，也需要向银行提交一份简要财务分析。

1. 房地产/借方现金流预测

图表6-25是对在现有30 000平方米全部租用的预期交易情景下和贷款签署后12个月内10 000平方米扩建完工时（提前进行建设，通过约束性提案将扩建部分全部预租）现金流的预测。现金流预测的时间范围是5年，与贷款的期限一致。

预期情景的主要假设如下：

（1）30 000平方米阶段的租赁协议当前产生的年总租金收入（GRI）为1 100万欧元。此数值仅考虑合约最低保证租金，为了保守起见，不考虑房地产所产生的任何形式的分成租金收入。

（2）扩建的10 000平方米从第二年起产生的额外租金为370万欧元（每平方米每年366欧元，与现有面积产生的租金水平一致）。

（3）每年的总租金收入增加2.0%，与预期年通货膨胀率一致。

（4）不可收回成本为年总租金收入的20%，包括房地产税、保险费、房地产管理费、日常维护。

（5）现有承租人将不会选择弃租。

（6）利率为5.30%（130个基点的5年期IRC加上400个基点的利差）。

如图表6-25着重显示的那样，在此情景下，在第1年ICR[注]从2.35倍开始，从第2年起持续高于3.15倍（因此，足以满足约定事项设定最低2.0倍的要求），第1年的债务收益（NOI和未偿还金融负债之间的比率）为令人满意的12.5%，从第3年起高于17%。房地产OMV预期从当前的1 500万欧元增加到2 000万欧元，反映出总运营收益在7.3%范围内预期OMV固定不变，为保守起见不考虑通货膨胀或市场作用。基于这些假设，LTV在扩建完工后从50%开始下降到37.5%，在财务约定事项适度缓降机制的范围内（第1年最高50%，从第2年起最高40%）。这样一种缓降机制要求在OMV低于某个限值时强制还款，在无合约普通摊销子弹式贷款结构中充分

保护贷方。

金额单位：欧元

通货膨胀率（%）		2	2	2	2	2	2
最低保证租金		11 000 000	14 720 000	15 014 400	15 314 688	15 620 982	15 933 401
总租金收入		**11 000 000**	**14 720 000**	**15 014 400**	**15 314 688**	**15 620 982**	**15 933 401**
总不可收回成本	20%	2 200 000	2 944 000	3 002 880	3 062 938	3 124 196	3 186 680
净营业收入		**9 350 000**	**12 512 000**	**12 762 240**	**13 017 485**	**13 277 834**	**13 543 391**
抵押贷款利息	5.3%	3 975 000	3 975 000	3 975 000	3 975 000	3 975 000	3 975 000
年底抵押贷款		75 000 000	75 000 000	75 000 000	75 000 000	75 000 000	75 000 000
年底房地产MV		150 000 000	200 000 000	200 000 000	200 000 000	200 000 000	200 000 000
ICR（倍）		**2.35**	**3.15**	**3.21**	**3.27**	**3.34**	**3.41**
债务收益率（%）		**12.5**	**16.7**	**17**	**17.4**	**17.7**	**18.1**
LTV（%）		**50**	**37.5**	**37.5**	**37.5**	**37.5**	**37.5**

图表6-25 房地产现金流分析

2. 基金财务分析

资产负债表

根据最新审计的资产负债表，基金的总资产是10亿欧元，由固定资产（90%）和流动资产（10%）组成。固定资产（遍布欧洲的15项房地产）大部分由直接房地产投资构成。在去年完成一些收购之后，这些房地产增加了20%，形成了基金目前的资产配置。

金融负债为3 200万欧元，其中3 100万欧元是平均期限超过4年的长期银行贷款。资产净值为6 700万欧元。目前基金的34%符合LTV50%的目标。在净财务状况方面，2 300万欧元意味着房地产资产方面（直接投资加上参股和开发）是令人满意的26%。基金的财务结构均衡，流动比率为5.0倍，与图表6-26所示的67%的偿付比率相适合。

Prime基金（百万欧元）			
总资产	**1 000**	**总负债**	**330**
固定资产	**900**	**长期负债**	**310**
房地产投资	850	银行贷款	300
正在开发的房地产	40	其他长期应付账款	10
参股房地产	10		
流动资产	**100**	**短期负债**	**20**
现金	80	银行贷款	10
应收账款净额	20	应付账款净额	10
		NAV	670

关键比率	
NFP（百万欧元）	230
NFP/EBITDA	4.7
LTV	34.4%
NFP/房地产资产	25.6%
流动资产/短期负债	5.0
偿付比率	67%

图表6-26 资产负债表

利润和亏损

就利息和亏损（P&L）而言，去年基金直接持有的房地产产生的总租金收入为700万欧元。由于新的收购产生了新的租金收入，以及通货膨胀对年租金收入的影响，这个数字比去年有所增长。

资产组合的质量优良，并得到能够保持基金优异业绩的多元化承租人的支持。直接净租金收入为590万欧元，EBITDA为490万欧元，EBITDA利润率为69%，远高于160万欧元的利息支出。因此，ICR超过了3.1倍，这是一个令人满意的数字。

这一时期的净收入是380万欧元，它也受到了房地产组合公允价值登记的重新总估值的正面影响。损益账户和一些关键的比率，如图表6-27所示。

Prime基金（百万欧元）	
房地产资产的租金收入	70
其他房地产参股收入	1
总租金收入	71
房地产支出	–10.5
房地产管理费	–1.4
净租金收入	**59.1**
基金管理支出	–10.0
EBITDA	**49.1**
房地产资产/参股的存款/应收	10
EBIT	**59.1**
利息支出	–16.1
税收	–5.0
净收入	**38.1**

关键比率	
ICR	3.1
EBITDA利润率	69.2%
EBITDA/银行贷款	15.8%
NFP/EBITDA	4.7
流动资产/短期负债	5.0
偿付比率	67%

图表6-27 利润和亏损

6.4.3 风险评估

此次融资是贷方与基金建立关系，巩固与Prime公司现有全球关系的机会。这次新的融资机会意味着在金融市场（与抵押贷款相关的潜在避险产品）和现金支付管理（借方银行账户的管理）方面可以实行实质性交叉销售。

1. 结构风险

借方作为一家直接持有房地产并间接控制所有基金的SPV，基金的平均年化派息率从创建伊始即达到6%。基于房地产优异的业绩，借方对分红的贡献巨大。由于借方是对其他实体无追索权的SPV，结构风险仍被认为处在平均水平[注]。尽管坚实的一揽子担保（以房地产的优先受偿权进行抵押及其他担保，如SPV配额的质押、借方银行账号的质押、租赁合同的转让和保险应收款的对冲）以及财务（LTV、ICR）和非财务（控制权的改变、基金经理条款[注]的更改）约定事项充分稀释了结构风险。

2. 房地产分析

房地产

此处所指的房地产是Prime商场。它的总可出租面积为30 000平方米，划分为150个单元。该商场于5年前竣工开业，在访客和营业额方面的过往业

绩非常好。由于业绩优异且稳定，考虑到商场的客流非常大，已开始进行10 000平方米可租用面积的扩建，有望在第一年完工，总面积将增加到40 000平方米。商场有3 000个停车位，因此10平方米的租用面积对应一个停车位的比率非常好。商场全年开放，从上午10点营业到晚上9点，包括星期天，全年停止营业时间仅3天。商场入驻的优质品牌范围广泛。

位置

商场位于人口密集区域，客流量非常可观。顾客的人均可支配收入和消费水平均高于全国平均水平。具体来说，有大约350万人居住在0~60分钟车程等时线以内，0~30分钟车程半径内的居民超过了200万人。规划的扩建工程竣工后，商场有望进一步巩固在上述区域内的主导地位。

租赁

商场的内部空间已全部租给了150个承租人。承租人的租用面积和租金支付均是多元化的。租赁合约的年度最低保证租金（MGR）为1 100万欧元，加上营业额/可变部分和临时租赁/商场收入可达1 300万欧元。扩建部分开业后总MGR有望达到1 470万欧元（增加的租用面积已全部通过约束性协议提前预租，这将增加370万欧元的年租金）。该商场的租户很大一部分来自时尚领域，拥有很多全国性和国际性知名时尚/设计师系列品牌、休闲服饰品牌、运动品牌、鞋类和其他配饰商店。前10位承租人的租金占总MGR的10%。MGR的平均租金水平为366欧元/平方米/年。加权平均首次租赁年限约为5年。2017年和2018年将出现下一个租约到期高峰。房地产在过去12个月的总营业额为1 200万欧元（相当于4 000欧元/平方米），平均流动性比率（MGR/营业额）为9.1%，对于此类型和位置的零售资产而言是一个很高的数值。

估值

国际独立评估师根据RICS标准已对该房地产的OMV进行估算，并每半年对基金房地产组合进行估值。OMV去年的估值报告为15 000万欧元，现有MGR的总初始收益率为7.3%，与当前市场条件和主要商场的类似数据不相上下。这一估值对于大型零售项目，如目标房地产的位置、租赁和竞争水平而言是公正的。

声誉风险

考虑到发起人/基金经理作为投资者和资产经理在全球范围内的良好业绩记录、强劲的基金表现和借方/房地产已经证实的业绩记录，声誉风险被认为低于平均水平。

3. 还款

考虑到基金利用杠杆的比例非常低（少于40%），且已证实控制SPV的基金近期有相对容易的信贷渠道，再融资风险的评估结果是可以接受的。从基金现有贷方和相关的到位融资额度的年度报告中提取的数据，可以看出不会发生违反财务约定事项的事件。因此，借方有望通过将资产转让给另一个核心机构投资者或通过再融资对贷款进行偿还。

6.4.4 风险评级和风险补偿

在额度、约定事项水平、合约期和抵押质量方面，贷款符合贷方担保贷款的相关要求：

- 风险评级：相当于投资级别
- 风险调整资本回报：高于限值
- 合理性检查(注)：鉴于对交易的RWA充分补偿的交易定价（400个基点），检查结果远远高于贷方委员会设定的盈利率的最低值

6.4.5 总结和建议

提交给贷方的信贷委员会的信贷申请表附录，应考虑下文中的建议以便委员会可以以独立决策书的形式做出最终决定。

应考虑到：

1. 房地产有十分强劲和稳固的业绩记录，并且在其客流区域内实力最强。

2. 适度的初始LTV（50%），随着规划扩建部分的竣工将进一步降低（低于40%）。

3. 交易有非常好的风险补偿预期。

4. 作为全球范围内（强势介入印度市场）的零售投资者和资产经理，发起人/基金经理有良好的声誉。

5. 贷方通过潜在实质性交叉销售巩固与核心客户（如Prime）的关

系的机会。

建议批准此融资请求。

1. 意大利SDA博科尼商学院理事、Europrogetti & Finanza估值部部长保罗·贝内德托（Paolo Benedetto）也参与了编写。他曾参与意大利SDA博科尼商学院的房地产金融管理项目，并被该大学授予金融学荣誉硕士学位和机构与金融市场管理学荣誉学士学位。他曾是位于珀斯的西澳大利亚大学（the University of Western Australia）MBA项目和多伦多的约克大学舒立克商学院（the Schulich School of Business York University）的交换生，也曾是2010年ERES当地组织委员会的委员。

2. 本章使用的所有名称都是虚构的。如与任何真实企业的名称类似，纯属巧合。

3. 如需了解关于模型的更多细节，请访问www.morri-mazza.com免费下载本书使用的所有Excel电子表格和其他材料。

4. 如需了解直接资本化法的细节，请参阅2.4.3节。

5. 假设市场收益率在持有期间不变。

6. 在SPV融资的情况下。

7. 请参见第八章。

8. 洗钱这一术语指的是通过不同方法使大量通过非法途径和严重犯罪（比如恐怖主义或毒品交易）获得的金钱有了合法来源的表象的过程。

9. 如需了解尽职调查程序的细节，请参见2.4.4节和2.4.5节。

10. 贷方必须提前获悉和/或准许借方股份所有权的变更基于若干原因，尤其是以下几个原因：

 （1）在一些司法管辖区，由于反洗钱法的规定，银行必须记录交易的“受益所有人”。所有权的变更可能改变“受益所有人”（将被记录）并因此造成洗钱风险。

 （2）如果借方隶属于一个集团公司，所有权的变更将改变集团的信贷风险（旧的和/或新的集团）并因此造成它们的信贷风险（此外，所有银行针对任何集团公司均会设定一个信贷风险的最大值）。

 （3）所有权的变更可能改变交易的发起人，从而改变借方董事会成员。因此，根据巴塞尔协议，它可能改变借方的评级、信贷风险（对于贷方而言可接受或不可接受）和交易的成本（“利润”或“利差”）。

（4）在一些司法管辖区，如果贷方持有借方的股权质押（或股权配额），贷方应当准许上述交易。

11. 关于财务杠杆对投资回报的影响，请参见第五章。

12. 如需了解更多关于开发项目及其融资，请参见Brueggeman和Fisher（2011）。

13. 将年度利率转换为相应季度利率的公式如下：$r_4 = (1+r)^{1/4} - 1$，r_4 =季度利率，r =年度利率。

14. 在这个案例中，通过计算建设成本和销售价格（按完工比例计算）的加权平均值得出OMV。

15. 由米歇尔·蒙特罗索（Michele Monterosso）撰写。他是荷兰国际集团（ING）在意大利的商业银行业务、房地产融资和RE&O的主管。他于2000年年末加入荷兰国际集团，在房地产融资部门负责商业房地产贷款的组织、执行和监控。从2012年7月起，他还开始为荷兰国际集团的RE&O分支效力。在这里他负责对超过30亿欧元的联合房地产组合（遍及意大利的租赁和房地产开发）进行收缩降级。米歇尔最开始在毕马威（KPMG）和戴德梁行（DTZ）估值部做分析师。他拥有位于米兰的博科尼大学颁发的经济管理和企业金融荣誉学位，是英国皇家特许测量师协会的成员。

16. NOI和利息之间的比率。

17. 流动资产（现金、现金等价物和应收账款净额）和短期负债（贷款期限小于12个月的银行贷款和应付账款净额）之间的比率。此比率是对借方/交易对方履行自身短期财务义务的能力的衡量。

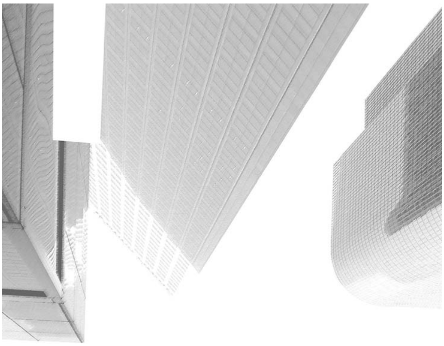
18. NAV和总资产之间的比率，可以即时衡量房地产基金/公司的股权价值。

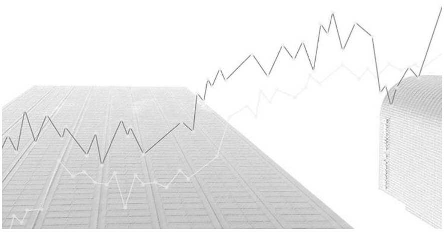
19. 因为无追索（贷款）结构的担保仅凭SPV/借方和最终的房地产的偿债能力而无法得到母公司的支持，所以它被视为“平均风险”。

20. 由于房地产的实际现金流也取决于基金经理的能力，如果基金经理有所变化，贷方有权收回贷款。

21. 交易产生的回报和目标交易的风险加权资产（RWA）之间的比率。具体而言，RWA是EAD（违约风险暴露）、LGD（违约损失率）、PD（违约概率）和贷款期限/到期日的函数。

第七章
混合融资形式





混合融资形式也可以定义为夹层债务融资和优先股。这种融资形式包括一系列灵活的金融工具。它们有不同的技术特点，可以彼此组合为特定的融资需求以提供定制化解决方案。这种融资形式不属于传统融资形式（比如贷款协议）的资本融资，而更像是介于优先债务和优先股之间同时具备这两种类型特点的资本融资。通常而言，它指的是夹层债务融资。当债务成分占主导地位时，它从根本上属于次级债务。而当权益资本部分占主导地位且随之出现风险分担时，则使用优先股这一术语。为了简明起见，下文所讨论的混合融资采用了更加宽泛的术语——夹层融资[注]，除非在个例中根据合同的实际结构规定了债务和权益的主次地位。优先股解决方案涉及结构化合资企业协议。在协议中，有两种不同类型的股份或资金单位。企业获得的收入和现金在不同的股份和资金类别下进行分配。

7.1 描述

夹层融资这一术语自20世纪70年代初开始在美国被广泛使用。之后，在大量依赖借贷资本的兼并和收购交易出现之时，欧洲也开始普遍使用夹层融

资。这个名称源于在常规操作时和清算后（如果借方破产）、在偿还资本和利息时、在优先债务清偿后以不同方式不同程度还本付息的资信情况。虽然如此，在所有情况下，相对于传统权益，它享有更多的特权。

由于具有两面性，夹层融资是一种高度灵活的工具。它可以尽可能地适应融资项目的需求，为预期现金流结构相关的不同安排做准备。根据融资的组织方式（例如，债务或权益两者的主次地位），夹层融资可以以次级债务或优先股的形式出现。

为了获得更高的权益预期回报[注]或在涉及资本配额时满足财务需求，夹层融资的使用增加了债务比率。

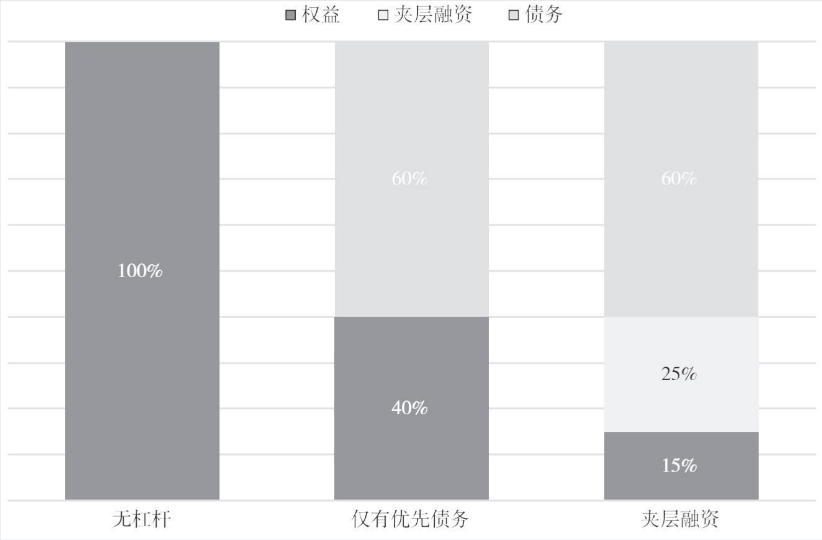
由于夹层融资在保证项目完工的同时能保留项目的控制权并在较低的股权比例下分享利润，因此在房地产行业的经营和开发中经常使用这一融资形式。其目的是增加杠杆。优先贷款贷方的财务风险水平不会因此改变，在清算和提供资产作为抵押时其财务状况也不会受到影响。

当股东不愿被迫发行额外的优先债务而谋求最大化杠杆效应时，尤其会使用夹层融资。

案例7.1

下面举一个简单的案例。如图表7-1所示，某个投资项目通过3种不同的结构性融资方式融资了500万欧元。

1. 无杠杆：仅存在无杠杆预期回报率为15%的权益（即仅存在经营风险）。



图表7-1 不同财务结构的范例

2. 传统融资：优先债务（每年成本为6%）和预期回报率为24%的权益（经营风险和适度的财务风险）。

3. 夹层融资：优先债务（每年成本为6%）、次级债务形式的夹层融资（为了简明起见，假设平均综合成本为每年10%）和使用杠杆时预期回报率为40%的权益（经营风险和高财务风险）

在这三种情形下，项目的权益需求和加权平均资本成本（WACC）注都被大幅削减。如果房地产以600万欧元的价格售出，投资在权益上每欧元的利润（权益乘数注）将如图表7-2所示呈指数级增长。

	无杠杆	仅有优先债务	夹层融资
WACC（%）	**15.0**	**11.9**	**10.8**
退出（欧元）	6 000	6 000	6 000
权益（欧元）	5 000	2 000	750
利润（欧元）	1 000	4 000	5 250
权益乘数	1.20	1.50	2.33

图表7-2 不同财务结构的效应

结构化融资也包含夹层融资。为了完成项目，使用结构化融资可以在减少必要的权益的同时增加（预期）回报，虽然其带来的后果是股东的风险更高。

案例7.2

在第二个案例中，所购买的是一项收益性房地产，但存在项目改造的可能性。在购买时，其价值为1 000万欧元，产生的现金流（为了简明起见，剔除营业成本之后）是70万欧元。成本为300万欧元（资本支出）的改造工程将使年现金流增加到110万欧元。与上一个案例一样，这里有三种不同的情形。

1. 无杠杆，仅存在权益：

- 初始权益：1 000万欧元
- 资本支出后权益：1 300万欧元

2. 利用优先债务的传统融资与初始投资的比率为70%（LTC），无资本支出融资。

- 初始权益：300万欧元
- 资本支出后权益：600万欧元

3. 夹层融资：在使用优先债务的同时，使用金额等于初始投资的20%的次级债务形式（为了简明起见，假设年平均综合成本为10%）的夹层融资（将综合LTV从70%增加到90%）对90%的资本支出进行融资。

- 初始权益：100万欧元
- 资本支出后权益：130万欧元

在这个案例中，采用夹层融资之后，当前盈利能力将明显增加，同时发起人降低了对权益的需求，即便带来的后果是更高的财务风险，如图表7-3所示。

		无杠杆（万欧元）	仅有优先债务（万欧元）	夹层融资（万欧元）
	当前现金流（即租金）	70	70	70
	初始投资	1 000	1 000	1 000
	资本支出	300	300	300
	营业现金流	110	110	110
70%	债务		700	700
	债务成本		6%	6%
20%	夹层融资			200
	夹层融资成本			10%
90%	夹层融资资本支出			270
	夹层融资成本			10%
	权益（初始）	1 000	300	100
	权益（资本支出后）	1 300	600	1 30
	利润（初始）	70	28	8
	利润（资本支出后）	110	68	48
	初始收益率	7%	9.44%	8%
	初始收益率（资本支出后）	8.46%	11.33%	36.92%

图表7-3 不同财务结构的影响

7.2 夹层融资的流程和成本

一般而言，夹层融资[注]合同结合了债务和权益的特点。这意味着成本（或贷方的预期回报）比银行的优先贷款高，但比股东的预期回报低。因此，夹层融资的成本（或预期回报）取决于两个构成要素：

- 次级债务，通过银行贷款的形式，在一般市场条件下它的利率将介于400个基点到600个基点之间，高于相同到期日的市场利率
- 股权酬金，它可以从融资项目的风险投资的市场价值增加中获益，且规定了利润分配形式

显然，这两个组成部分相互成反比例：假设经营风险保持不变，次级债务的较高利率将降低股权酬金的回报率，反之亦然。

对于低水平的LTV，绝大部分夹层融资由次级贷款构成。但随着LTV的增加，贷方越来越有必要在风险上升时确保更高的回报。另一方面，借方需要获得一种成本与项目实际回报匹配的灵活资本形式。鉴于此，LTV一旦

超过一定水平，夹层融资也会包括股权酬金成分。类似于权益，股权酬金的可变成本与项目的经济结果相关联。

因此，根据回报所关注的重点，可以确定夹层融资更类似于债务或权益：

- 夹层融资（次级债务的权益）被自动视为等同于较高成本的债务形式
- 关注股权酬金（与融资项目顺利完工的预期相关联的资本增益），在此情况下，固定利息支付减少了，夹层融资更多地被视为降低了风险的风险资本或优先股

通过使用次级贷款（与优先债务相比，财务费用更高）、优先股（为了降低风险，规定了保护性约定事项）或不同金融工具组合可以实现夹层融资。金融工具组合的风险/回报特点介于债务和权益之间。不管使用哪种形式，融资结构必须保证夹层贷款贷方的回报率比优先债务贷方更高，但要低于股东的回报率。

7.2.1 债务部分

由于房地产行业几乎不发行债券，房地产公司往往使用结构性融资作为债务部分。债务部分通常是指中期到长期债务。在利息和资本偿还方面，它的等级低于优先债务，仅比权益的等级略高。它的特点是报酬取决于利率（高于支付给优先债务的利率）的支付。

1. 无息有价债券

在整个期限内没有利息支付，但以低于票面价值注的价格发行。当无息有价债券到期时，投资者一次性收到一笔包括初始投资和应计利息支出的总金额。借方使用无息有价债券的好处是可以延期支付利息。这本质上意味着向债务人授予预摊销期。

2. 阶梯利息

在初始阶段，投资者收到的利息支出低于市场主流水平。随后，利息支出仅暂时性上升到与现行市场利率一致的水平。在即将到期的最后阶段，支付给贷方的利息高于市场水平。这种类型的债务适用于现金投资在初始阶段规模较大的项目，如房地产开发项目。

3. 累积利息

债务条款几乎与阶梯利息相反。初始阶段利息支出上升，后期逐步下降。这种解决方案非常适用于在短期到中期阶段有大额现金流的项目。

4. 实物支付债务（PIK）

本质上通过利息资本化提供额外回报。在每个利息支付日，在未偿还本金基础上增加资本化利息。回报是基于投资者在每个利息支付日收到一个新的票据，而不是现金。PIK的作用是将利息收益回报计入复利。

下列债券虽然相对而言不常用，但在房地产行业可以用于夹层融资：

- 不可兑换债券
- 可兑换债券
- 认股权证债券

由于不可兑换债券是纯粹的债务，必须同时使用股权酬金。但在其他两种情形中，股权转换机制的存在意味着贷方可以直接分享浮动收益。

在使用债券时，通常不对定期利息的支付做出规定。定期利息支付涉及无息有价债券的发行。它的利息源于贴现价值和票面价值之间的差额。此外，对债券的支付晚于对普通债权人的支付。

然而，房地产行业并不频繁使用债券。原因是融资通常基于单个项目，而不是整个公司[注]。项目债券可以用于通过SPV进行的大型项目融资。

7.2.2 股权酬金

股权酬金使得夹层贷款贷方可以从融资资产OMV的增加中获利。在结合了股权酬金的融资交易中，债务部分可以在吸引较低利率的同时在其他方面弥补较低的回报。这意味着可以通过授予贷方股权从而使其分享相应利润的形式，对复杂交易进行融资。

当参与夹层融资操作的贷方考虑到，由于负债比率的上升，贷方将要承担与股东类似的风险，因此贷方要求回报与其预期IRR相符。在此情形下，就需要进行资本分配。但这一结果不能通过增加债务的利息实现，因为那样将使财务结构变得极为刚性。在这样的情况下，使用股权酬金可以在不

增加财务费用，以避免固定成本上升牵累融资项目的同时，在回报和实际经济效益之间建立一个可变的连接。

夹层融资的贷方可以从融资资产价值的增加中获利：

- 直接获利，通过销售普通股或优先股
- 间接获利，通过融资公司认股权证或买入期权的分配[注]，贷方可以以行使价格认购特定数量的股份。夹层融资交易回报预期的因素取决于贷方所接受的风险

最常用的股权酬金有：

- 认股权证
- SPV股份的买入期权
- 可以转换成普通股的优先股[注]
- 当债务成分全额偿清时所支付的后端费用

一般而言，虽然认股权证执行的时间很短，但它的期限较长。认股权证形式的股权酬金通常与卖出期权结合使用。卖出期权授予夹层融资供应方以预定行使价格在到期日之前出售认股权证的权利。行使价格取决于营业现金流和最终的结果。作为授予卖出期权的回报，借方往往获得买入期权。在卖出期权到期后，借方可以执行买入期权，在认股权证到期日之前以预定的执行价格重新购买认股权证。通过这种方式可以提前确定夹层融资的最低和最高回报（或从借方的角度看，为成本）。如果使用买入期权，执行价格的计算方式应满足与夹层贷款贷方承担风险水平一致的要求。

通过使用债务和产权股票，如延期支付利息的次级可兑换债券（延期支付利息的无息有价债券、实物支付债券和分息债券）或无息有价债券，夹层融资的两个组成部分——次级债务和股权酬金可以用于同一个金融工具中。由于可兑换债券使债权人可以选择是否继续对发行公司融资或在预定的截止日期之前以预定价格（转换系数）将债券转换为公司的股份，因此它的回报低于不可兑换债券。

这些融资形式是更加典型的公司融资操作，但房地产行业往往不发行债

券，除了使用股权酬金之外，更倾向于使用结构化融资形式。

在夹层融资中，不一定使用普通股的股权酬金。夹层融资也有其他类型的风险资本，如优先股。优先股在每个法律制度下有不同的形式，其与普通股具有以下一些明显区别：

- 分享利润，但没有承担损失的责任
- 到期时偿还
- 备忘录中明确规定的优先分配权

7.3 夹层融资中的约定事项

夹层融资的特点是存在许多约定事项[注]、一揽子协议，以及优先债务贷方或夹层贷款贷方施加给借方的限制条件和限制因素。约定事项的目的是防止借方终止交易，因为那样会导致在授予融资时财务结构发生变动，进而使得夹层债务无法按规定的流程和时限偿还。

约定事项对融资的成本没有直接影响，但是它对融资项目运行的自由度施加了许多限制，产生了大量间接成本。这些限制的目的是保护夹层贷款贷方，使之无须承担与优先债务贷方相比更多的风险。鉴于此，夹层贷款贷方或夹层融资投资者更类似于风险投资者，而不是优先级债务贷方。[注]

约定事项以合同的形式出现，防止借方进行有损价值的行为。这种行为可能导致财富在持有不同种类股本的股东之间转移，损害夹层贷款贷方的利益。虽然无法确定一些一般原则，但可以通过不同的形式和组合运用约定事项。能够归类于负面约定事项和正面约定事项的一些最常见的限制可以罗列如下：

夹层融资中，负面约定事项对借方的行为自由（利润分配，再投资成本等）规定了一系列禁止或限制。

- 负质押：借方通过向无抵押贷方提供担保或质押，在破产时保护债权人的利益，使其偿债等级不低于其他次级债权人

- 债务限额：这是施加于借方的一项义务，维持权益与优先债务比率高于之前在合同里规定的某个水平
- 股息测试：无须提前得到夹层贷款贷方的批准，禁止股息支付超过预设额度
- 禁止卖出权：保护贷方免受再杠杆操作的风险，使夹层贷款贷方可以在借方控制权改变时向发行人追究责任
- 资本偿还的限制：对优先债务贷方改变支付顺序和利息计算方法的决定提出反对意见的权利
- 当借方公司在某个时期违反其义务时，增加提供给夹层贷款贷方的担保
- 在未提前得到夹层贷款贷方批准的情况下，禁止异常融资操作（收购和兼并、交易转让、公司收购等），以及对超过一定限值的管理人员额外奖励和股息分配进行限制

正面约定事项相当于以特定方式行为的义务（例如，不截留资金，但偿还次级债务）。常见的特点如下：

- 维持最低流动性（流动资产与流动负债的比率）水平的义务
- 符合贷款合同起草时合同规定的某些财务比率，尤其规定维持特定的公司偿付能力水平的义务：典型的限制包括维持最低债务（优先债务加上次级债务）与权益比率的义务，或维持最低流动性（流动资产与流动负债的比率）水平的义务
- 在出现比预期更为有利的情况时，确保现金流用于加速贷款偿还，典型的案例是，在房地产（或其他资产）销售之后，如果获得的现金超过了预期水平，要求必须偿还更多

的贷款。注另一个典型例子是，在因分批销售（例如，出售房地产组合的单个资产）而定价时，应考虑偿还的金额必须大于分配给单个资产的债务

夹层贷款贷方可以要求以某些形式对公司决策进行控制，并在公司董事会任命一名或多名董事。

借方公司和夹层贷款贷方还可以就未来发行的或某些事件发生之后发行的证券的再购买签订协议。这些约定事项将指定基于不同的债务清偿方式确定的股权酬金的再购买价格。

7.4 混合融资的经济机制

混合融资的定义极其复杂，它要求非常详细的合同条款。注此节将提供几个同时从经济和财务角度对混合融资的机制和影响进行描述的案例，特别是以下两个方面：

- 收益性房地产的夹层融资
- 在开发项目中使用优先股

7.4.1 收益性房地产的夹层融资

这里强调夹层融资的杠杆机制如何在收益性房地产购买时对股东回报产生影响。此收益性房地产通过债务资本进行融资，在撤资时偿还到期贷款（子弹式）。

在分析6年持有期收益性房地产的投资时，租金年增长和房地产价值是假设值。交易可能使用优先债务进行融资，在最后一年偿还债务和年度财务费用。为了简明起见，交易成本和税收将不在考虑范围内。其他数值如图表7-4所示。

收购价格	15 000欧元		
净营业收入	800欧元		
NOI年变化率	3%		
房地产价值年增长	2%		
资本结构	**LTV**	**Kd**	**EK**
优先债务	65%	5%	
夹层融资	20%	8%	50%

图表7-4 案例假设

接下来，也将考虑使用具有下列特点的夹层融资的可能性：

- 有年度财务费用的次级债务，在最后一年还款
- 贷款到期时支付的股权酬金（EK）。用夹层融资资本乘以等于营业现金流IRR和优先债务的财务费用（Kd）之间差额的利率，再乘以合同约定的50%的股权酬金乘数，可以计算出股权酬金

通过使用夹层融资，可以用更少的股权进行投资，增加股东的利润。对债务更强的追索性提高了盈利能力，但导致了更高的成本和风险。现金流和IRR如图表7-5所示。

金额单位：欧元

IRR		0	1	2	3	4	5	6
	房地产收购和销售	–15 000	0	0	0	0	0	16 892
	净营业收入	800	824	849	874	900		
6.63%	*营业现金流*	*–15 000*	*800*	*824*	*849*	*874*	*900*	*16 892*
	优先债务	9 750						–9 750
	优先债务的利息		–488	–488	–488	–488	–488	–488
9.43%	*利用杠杆时的现金流*	*–5 250*	*313*	*337*	*361*	*387*	*413*	*6 655*

图表7-5 仅有优先债务时的现金流

夹层融资对现金流和回报的影响如图表7-6所示。贷款到期时（还款期6）用夹层融资资本乘以等于营业现金流IRR（6.63%）和优先债务的Kd（5%）之间差额的利率，乘以合同设定的50%的股权酬金乘数，再乘

以贷款还款期数可以计算出EK。因此：

EK ＝ 3 000欧元×（6.63%-5.00%）×50%×6个还款期＝146欧元

金额单位：欧元

IRR		0	1	2	3	4	5	6
	房地产收购和销售	–15 000						16 892
	净营业收入		800	824	849	874	900	0
6.63%	*营业现金流*	*–15 000*	*800*	*824*	*849*	*874*	*900*	*16 892*
	优先债务	9 750						–9 750
	优先债务的利息		–488	–488	–488	–488	–488	–488
9.43%	*优先债务之后的杠杆现金流*	*–5 250*	*313*	*337*	*361*	*387*	*413*	*6 655*
	夹层融资	3 000						–3 000
	夹层融资的利息		–240	–240	–240	–240	–240	–240
11.07%	股权酬金之前的现金流	–2 250	73	97	121	147	173	3 415
	股权酬金							–146
10.35%	自由权益现金流	–2 250	73	97	121	147	173	3 269

图表7-6 使用夹层融资时股东的杠杆现金流

图表7-7概括了不同形式融资的现金和盈利能力水平。

需要特别注意的是股东盈利能力对两个要素变化的敏感性：

- 以净营业收入（NOI，纵轴）表述的房地产的收益
- 夹层融资额（横轴）

金额单位：欧元

IRR		0	1	2	3	4	5	6
5.00%	优先债务	–9 750	488	488	488	488	488	10 238
8.00%	夹层融资（仅存在债务）	–3 000	240	240	240	240	240	3 240
8.65%	夹层融资（包括EK）	–3 000	240	240	240	240	240	3 386
10.35%	权益	–2 250	73	97	121	147	173	3 269

图表7-7 不同类型的资本的回报

使用夹层融资可以使股东获得更高的利润。作为交换，波动性增加了。尤其要注意的是，当NOI减少时，夹层融资的负杠杆效应将减少资产的最终盈利能力。(注)图表7-8给出了一些模拟情形。

单位：%

		夹层融资的LTV					
	10.35	**0**	**5**	**10**	**15**	**20**	**25**
NOI的变化	**−4.0**	7.86	7.77	7.65	7.48	7.20	6.69
	−3.0	8.08	8.02	7.93	7.82	7.63	7.28
	−2.0	8.29	8.26	8.22	8.16	8.06	7.89
	−1.0	8.51	8.51	8.51	8.51	8.51	8.50
	0.0	8.74	8.77	8.81	8.86	8.96	9.12
	1.0	8.96	9.02	9.11	9.22	9.41	9.76
	2.0	9.20	9.29	9.41	9.59	9.88	10.40
	3.0	9.43	9.55	9.72	9.96	10.35	11.06

图表7-8 NOI的变化和夹层融资的关系

7.4.2 开发项目的优先股

以下将阐述夹层融资对一个开发项目的影响。在这个开发项目中，优先债务的偿还与房地产销售获得的现金流相关联。

在开发项目的初始阶段，营业现金流为负值（购买土地和建设）。在随后的阶段，房地产销售使得营业现金流开始为正值。

使用LTC为55%的优先债务对项目进行融资，年融资成本为7%。贷款支取的基础是WIP报告与营业现金流成一定比例。当全部营业现金流为正值时，偿还贷款；在相关还款期支付财务费用。为了简明起见，不考虑交易成本和税收。

此外，还可以考虑在LTC为15%的情况下使用优先股满足整体融资中部分要求的可能性。优先股享有以下特权：

- 在偿付优先债务债权人之后，优先于普通股获得全额现金的偿还

- 优先股的利润最高可以达到13%的IRR目标值

图表7-9对融资条件进行了汇总。

资本结构	LTC	利率
优先债务	55%	7%
优先股	15%	13%

图表7-9 资本结构

简单地通过使用两个不同股份种类的工具（例如，有不同单元种类的房地产基金）即可获得合同方案。

- A类：在报酬和偿还方面有优先权，对回报有限制（夹层融资）
- B类：在报酬和偿还方面无优先权，但在回报上无限制（股权）

图表7-10举例说明了项目的营业现金流。图表7-11解释了后优先债务融资效应，在优先债务提取后，优先股将首先满足剩余的融资需求，然后是普通股。

需要注意的是债务清偿后的可用现金流全部用于支付优先股的投资者，直至实现目标回报。在这样计算时，优先股的所有现金流，不管是正现金流还是负现金流都必须资本化，直至项目结束时达到优先股目标回报率（13%）：总金额为绝对值，代表可以实现目标回报的现金流。

金额单位：欧元

IRR		0	1	2	3	4	5	6	7	合计
	现金流入	0	0	0	0	10 400	23 400	29 900	36 300	*100 000*
	现金流出	13 000	10 400	15 600	21 000	0	0	0	0	*60 000*
12.94%	**营业现金流**	**–13 000**	**–10 400**	**–15 600**	**–21 000**	**10 400**	**23 400**	**29 900**	**36 300**	**40 000**
	贷款期期初贷款余额	0	7 150	12 870	21 450	33 000	22 600	0	0	
	债务支取	**7 150**	**5 720**	**8 580**	**11 550**	**0**	**0**	**0**	**0**	**33 000**
	支取后债务	7 150	12 870	21 450	33 000	33 000	22 600	0	0	
	债务清偿	*0*	*0*	*0*	*0*	*10 400*	*22 600*	*0*	*0*	*33 000*
	贷款期期末贷款余额	7 150	12 870	21 450	33 000	22 600	0	0	0	
	利息费用	501	901	1 502	2 310	1 582	0	0	0	*6 795*
15.62%	利用杠杆时的现金流	**–6 351**	**–5 581**	**–8 522**	**–11 760**	**–1 582**	**800**	**29 900**	**36 300**	**33 205**

图表7-10 项目的营业现金流

金额单位：欧元

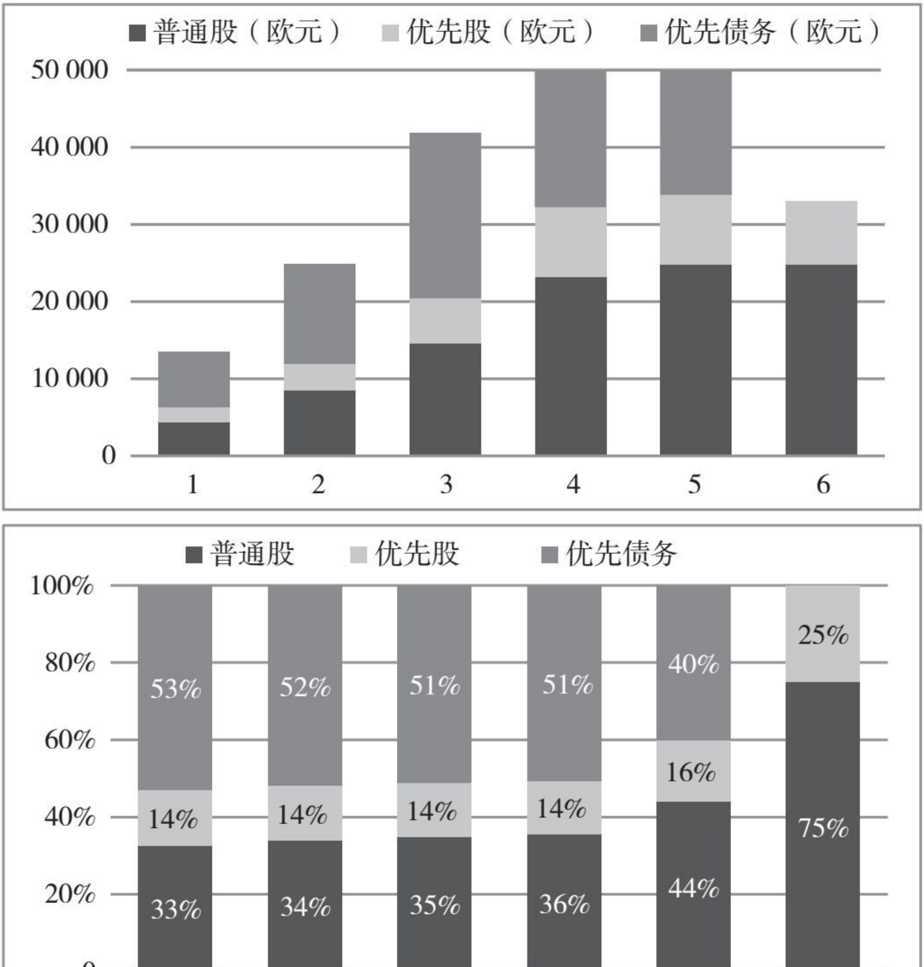
IRR		0	1	2	3	4	5	6	7	合计
15.62%	**利用杠杆时的现金流**	**−6 351**	**−5 581**	**−8 522**	**−11 760**	**−1 582**	**800**	**29 900**	**36 300**	**33 205**
	期初优先股	0	1 950	3 510	5 850	9 000	9 000	8 200	0	
	优先股支取	**1 950**	**1 560**	**2 340**	**3 150**	**0**	**0**	**0**	**0**	**9 000**
	支取后的优先股	1 950	3 510	5 850	9 000	9 000	9 000	8 200	0	
	优先股清偿	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*800*	*8 200*	*0*	*9 000*
	期末优先股	1 950	3 510	5 850	9 000	9 000	8 200	0	0	
19.46%	**优先股之后的杠杆现金流**	**−4 401**	**−4 021**	**−6 182**	**−8 610**	**−1 582**	**0**	**21 700**	**36 300**	**33 205**
	优先股现金流	*−1 950*	*−1 560*	*−2 340*	*−3 150*	*0*	*800*	*8 200*	*0*	
13%	*应计优先股现金流*	*−4 588*	*−3 248*	*−4 311*	*−5 136*	*0*	*1 022*	*9 266*	*0*	*−6 995*
	优先股利润	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*		
13%	**优先股最终现金流**	**−1 950**	**−1 560**	**−2 340**	**−3 150**	**0**	**800**	**8 200**	**6 995**	*6 995*
16.54%	**权益现金流**	**−4 401**	**−4 021**	**−6 182**	**−8 610**	**−1 582**	**0**	**21 700**	**29 305**	*26 210*
	总权益									**24 795**

图表7-11 优先股的现金流

使用夹层融资意味着可以用更少的股权进行投资，从而增加股东的利润。

虽然优先股投资者的风险更高，但与优先债务贷方相比可以获得更高的回报。应当指出的是，虽然优先股优于普通股，但在任何情况下它的回报都受到利率上限的限制。只有在优先股获得最低保证回报之后普通股才能得到回报。为了简明起见，案例中给出的结构只规定了一个界限值。但在实际情况中，一般会制定不同的界限水平，导致的结果是给优先股分配的不同配额取决于应达到的不同目标回报，从而实现真正的风险和利润分享。注

以欧元计价按百分比计算的不同投资者的现金流分配，如图表7-12所示。



图表7-12 随时间变化的现金流分配

最后，图表7-13模拟了优先股合同变化对ROE的影响。ROE是投资的权益资本和最低目标回报的一个函数。

单位：%

优先股的目标	16.54	优先股的LTC 0	5	10	15	20	25	30
	5	15.62	16.42	17.41	*18.59*	20.05	21.88	24.27
	8	15.62	16.24	17.01	*17.94*	19.09	20.56	22.51
	11	15.62	16.02	16.53	*17.15*	17.93	18.94	20.31
	14	15.62	15.77	15.97	*16.21*	16.51	16.92	17.49
	17	15.62	15.48	15.3	*15.07*	14.77	14.37	13.78
	20	15.62	15.14	14.51	*13.70*	12.61	11.06	8.66
	23	15.62	14.74	13.58	*12.04*	9.86	6.56	0.84
	26	15.62	14.29	12.48	*9.98*	6.26	–0.05	–15.34

图表7-13 优先股发生变化所产生的影响

7.5 瀑布式支付协议

开发项目的特点是存在开发商和投资者。开发商是高技能型参与者，一直在寻找可用于运作大型项目的资本。投资者希望获得更高的回报，但没有足够能力执行一个开发方案。由于运营和融资风险都很高，权益投资者在无法独立支付一个复杂开发方案所需的资本时，会选择与第三方开发商共同投资。虽然第三方仅投入一小部分股权资本，但牢固的利益联盟和风险分担机制仍是必要的。

资本结构理论上不局限于股权、债务和其他混合资本。但不同的资本持有者可以通过签订协议，达到以各种方式进行利益联盟、分担风险和分享利润的目的。传统的资本结构中，风险和支付优先权的层级是颠倒的。首先得到偿付的债务持有人承担最低的风险，但获得的最高预设回报仅与实际利率相等。在另一极端，权益投资者承担了更高的风险，回报率的波动取决于项目的成果。最后，开发商贡献的资本是有限的，但其能力对项目的成功至关重要，承担的风险也最高。

瀑布式支付协议（WPA）的内部回报率使得所有权益投资者、股权合伙人和开发商都能以预先确定的方式共享利润共担风险。这样做的目的是通过制订一个方案，在降低权益投资者风险的同时为开发商提供更多潜在回报，最终实现更有效的资本筹措。

这一机制使得股权合伙人（通常为持有庞大房地产组合的大型金融机构，但缺乏相应的开发能力）和开发商（经营性公司，资本相对较少，但无形资产丰厚，如具有相应的专业技能）可以共同操作。前者将有能力在高风险/回报预期地区的房地产投入资本，后者将有能力在相对其可用资本而

言更大的项目（或更多的项目）上进行运作。两者将分享利润，进而利益结成利益共同体，因为开发商最终的回报不仅在于固定的开发管理费，更与项目的实际业绩相关联。

虽然开发商的能力往往是项目成功的必要因素，但它只能排在银行和股东之后获得回报。传统开发项目的利润分配方案优先支付给投资者，其次是开发商（根据某些预期IRR界限值）。然后两个合伙人以预先确定的比例（如80：20）分配剩余的收益。

通过更多地补偿使项目取得成功的开发商，同时最小化股权投资者的下行风险，WPA可以纠正这一情形。机制运作的方式如下：如果回报低于预期，权益投资者将获得更多的利润；而如果回报高于预期，开发商将获得更大比例的利润。通过这种方式，正如下例中所解释的一样，WPA增强了双方的满意度。

案例7.3

Qirefinvestors是一家拥有价值几十亿欧元投资组合的金融机构，正在房地产行业寻找投资机会。它拥有强大的金融分析背景，但不具备任何具体的房地产开发管理能力。

Technicarc是一个经验丰富的开发商，拥有30多年成功开发房地产项目（范围从办公楼到购物中心）的业绩记录。公司同时在若干个国家经营不同的项目，收取开发管理费（包括绩效费），力争在每个项目上最小化股权资本额。他们的新项目叫作Oldtimer Village，是针对古董车爱好者的一个新概念购物中心。项目预期投资为1 800万欧元，有望在5年内以2800万欧元的价格得以售出。如图表7-14所示，资本结构由一项银行贷款、Qirefinvestors提供的资本（合伙人资本）和Technicarc提供的一小部分资本（开发商资本）组成。

	项目数据	基本假设情形
a	交易完成时间	5年
b	投资额（欧元）	18 000 000
c	期初贷款额（欧元）	14 000 000
d	利率	6%
e	股权合伙人资本（欧元）	3 000 000
f=b−c−d	开发商资本（欧元）	1 000 000
*g=c**（1+*d*）∧ *a*	期末贷款额（欧元）	18 735 158
h	销售价格（欧元）	28 000 000
i=h−e−f−g	总利润（欧元）	5 264 852
j=h−g	分配给所有者的现金（欧元）	9 264 842

图表7-14 开发项目假设数据

传统开发项目利润分配方案优先给予Qirefinvestors 8%的回报，其次给予Technicarc 7%的回报，然后他们将按80：20的比例分配剩下的利润。

如图表7-15所示，在此种假设之下，对于一个成功的项目而言，回报将高于资本结构所有分支的资本成本。

如图表7-16所示，使用WPA可以实现更合理的利润分配：Qirefinvestors在低利润水平时可以获得更大比例的回报，Technicarc将在更高利润水平时获得更多的利润。利润分配取决于基于预期回报率的总股本未来价值的计算。合伙人商定按如图表7-16所示方式分配利润。

	传统支付方案——基本假设情形			
h	销售价格（欧元）	28 000 000		
		合伙人	开发商	总计
e; f	资本回报（欧元）	*3 000 000*	*1 000 000*	*4 000 000*
k; l	目标IRR	8%	7%	
*m; n = (e; f) *(1 + k; l) ^ a*	优先获得（欧元）	4 407 984	1 402 552	
o = min (j; m) / p = min (j; n)	优先收到（欧元）	4 407 984	1 402 552	5 810 536
q; r; s = j – o – p	利润分配比率	80%	20%	3 454 306
*t = q * s; u = r * s*	利润分配（欧元）	2 763 445	690 861	
v = o + t; w = p + u	**总计（欧元）**	**7 171 429**	**2 093 413**	**9 264 842**
	现金流——基本假设情形	**0**	**5**	**IRR**
	项目（欧元）	–18 000 000	28 000 000	9.2%
	所有股权（欧元）	–4 000 000	9 264 842	18.3%
	股权合伙人（欧元）	–3 000 000	7 171 429	19.0%
	开发商（欧元）	–1 000 000	2 093 413	15.9%

图表7-15 传统利润分配方案

目标IRR	股权合伙人	开发商
7%	100%	0%
10%	85%	15%
12%	60%	40%
＞所有股权IRR	50%	50%

图表7-16 瀑布式支付协议

为了实现更公正的利润分配，每个投资者所投资的资本以目标回报率进行资本化。所有现金流，包括正现金流和负现金流，必须以目标回报率进行资本化，直至项目结束。绝对值的总金额代表可以实现目标回报的现金流。

对于这个案例，所有达到7%回报的股权都将支付给Qirefinvestors（按每年7%资本化的所有股权与所有初始股权之间的差额，相当于1 610 207欧元），但不支付给开发商Technicarc任何利润。然后，从剩下的利润中减去这一金额，以同样的方式在所有股权基础上按每年10%的回报率计算。这是利润分配的第二个限值。随后利润在股权之间按预定的比例进行分配（在这个案例中，Qirefinvestors获得85%，Technicarc得到15%），以此类推。实现所有股权IRR后，两方平均分配剩余利润（在图表7-17的案例中为2 215

475欧元）。

瀑布式支付——基本假设情形								
销售价格（欧元）	28 000 000							
分配给所有股权的现金（欧元）	9 264 842							
总利润（欧元）	5 264 842							
目标IRR	时间0	时间5	利润（欧元）	分配比率	合伙人（欧元）	开发商（欧元）	总计（欧元）
7%	–4 000 000	5 610 207	1 610 207	100%	1 610 207	0	
10%	–4 000 000	6 442 040	831 833	85%	707 058	124 775	
12%	–4 000 000	7 049 367	607 327	60%	364 396	242 931	
18.29%	–4 000 000	9 264 842	2 215 475	50%	1 107 738	1 107 738	
				利润	**3 789 399**	**1 475 443**	**5 264 842**
				利润率	**72%**	**28%**	
				股权	**3 000 000**	**1 000 000**	**4 000 000**
				总计	**6 789 399**	**2 475 443**	**9 264 842**
				IRR	**17.74%**	**19.88%**	**18.29%**

图表7-17 瀑布式支付方案

为了更好地理解如何使用WPA，可以通过模拟不同的销售价格在不同的假设情形下计算出结果（如图表7-18所示）。

	最差的情形	基本的情形	最好的情形
销售价格（欧元）	25 000 000	28 000 000	31 000 000

图表7-18 项目假设情形分析（销售价格）

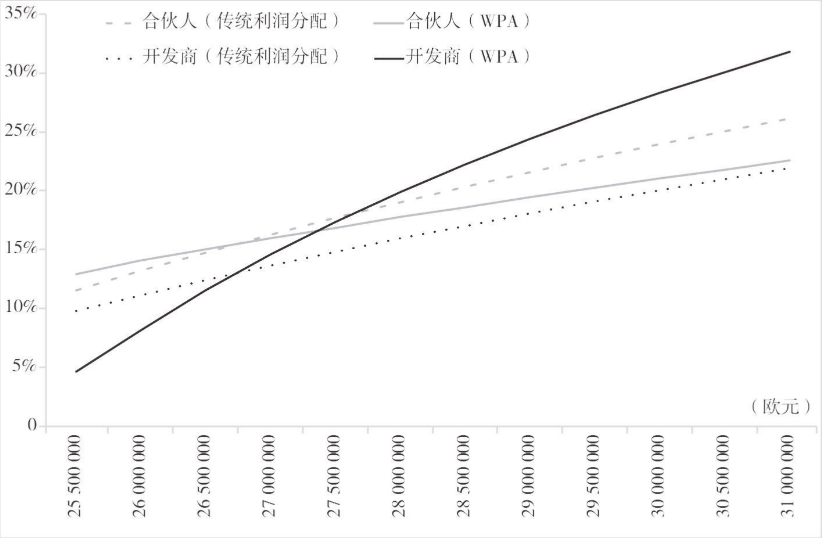
如图表7-19所示，两个投资者的回报在不同的情形下大有不同。

	时间0	最差的现金流（欧元）	最差的IRR（%）	基本的现金流（欧元）	基本的IRR（%）	最好的现金流（欧元）	最好的IRR（%）
项目	–18 000 000	25 500 000	**7.21**	28 000 000	**9.24**	31 000 000	**11.49**
贷款	–14 000 000	18 735 158	**6**	18 735 158	**6**	18 735 158	**6**
所有股权	–4 000 000	6 764 842	**11.08**	9 264 842	**18.29**	12 264 842	**25.12**
股权合伙人	–3 000 000	5 510 946	**12.93**	6 789 399	**17.74**	8 289 399	**22.54**
开发商	–1 000 000	1 253 896	**4.63**	2 475 443	**19.88**	3 975 443	**31.79**

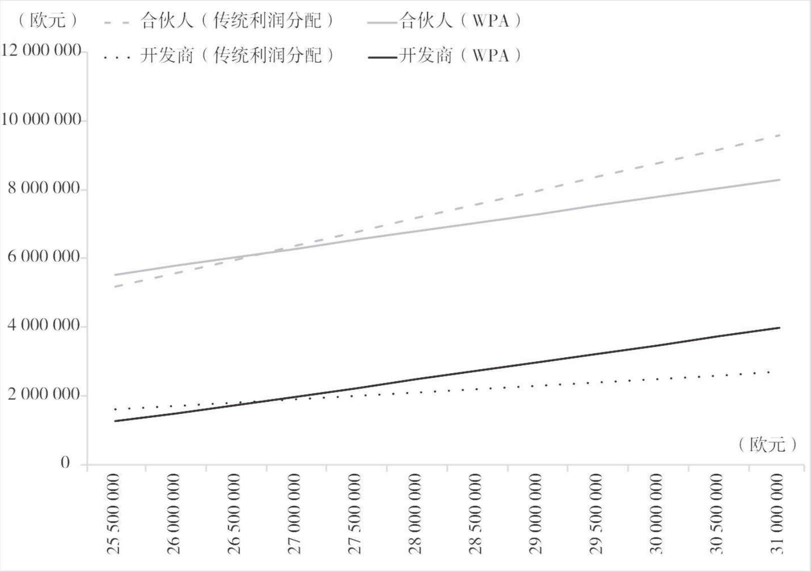
图表7-19 项目的假设情形分析（回报）

与仅基于一个限值的传统利润分配方式相比，WPA可以通过在项目成功时给予开发商更高的回报来强化对开发商的约束，因为较差的项目业绩会导致开发商的回报更低。

不同销售价格的IRR和利润，如图表7-20、图表7-21、图表7-22和图表7-23所示。



图表7-20 不同销售价格时的IRR



图表7-21 不同销售价格时的利润

单位：%

销售价格（欧元）	股权	股权合伙人（传统利润分配）	股权合伙人（WPA）	开发商（传统利润分配）	开发商（WPA）
25 500 000	11.08	11.51	12.93	9.77	4.63
26 000 000	12.68	13.18	14.05	11.11	8.09
26 500 000	14.19	14.76	15.02	12.39	11.53
27 000 000	15.62	16.26	15.96	13.62	14.59
27 500 000	16.99	17.68	16.86	14.79	17.35
28 000 000	18.29	19.04	17.74	15.92	19.88
28 500 000	19.54	20.34	18.60	17.01	22.20
29 000 000	20.74	21.59	19.43	18.06	24.37
29 500 000	21.90	22.78	20.24	19.07	26.39
30 000 000	23.01	23.93	21.03	20.05	28.29
30 500 000	24.08	25.04	21.79	21	30.09
31 000 000	25.12	26.12	22.54	21.92	31.79

图表7-22 不同销售价格时的IRR

金额单位：欧元

销售价格	股权	股权合伙人（传统利润分配）	股权合伙人（WPA）	开发商（传统利润分配）	开发商（WPA）
25 500 000	6 764 842	5 171 429	5 510 946	1 593 413	1 253 896
26 000 000	7 264 842	5 571 429	5 789 399	1 693 413	1 475 443
26 500 000	7 764 842	5 971 429	6 039 399	1 793 413	1 725 443
27 000 000	8 264 842	6 371 429	6 289 399	1 893 413	1 975 443
27 500 000	8 764 842	6 771 429	6 539 399	1 993 413	2 225 443
28 000 000	9 264 842	7 171 429	6 789 399	2 093 413	2 475 443
28 500 000	9 764 842	7 571 429	7 039 399	2 193 413	2 725 443
29 000 000	10 264 842	7 971 429	7 289 399	2 293 413	2 975 443
29 500 000	10 764 842	8 371 429	7 539 399	2 393 413	3 225 443
30 000 000	11 264 842	8 771 429	7 789 399	2 493 413	3 475 443
30 500 000	11 764 842	9 171 429	8 039 399	2 593 413	3 725 443
31 000 000	12 264 842	9 571 429	8 289 399	2 693 413	3 975 443

图表7-23 不同销售价格时的利润

7.6 债权人之间的协议

在夹层融资中，为了避免价值在不同优先层级的债权人之间进行转移，优先债务债权人会要求对夹层贷款贷方施加一些限制。所谓的“债权人之间的协议”规范了债权人的债权，通过界定常规条件和违约情况下的抵押等级排名，降低了风险程度。协议明确表述了所有债权人债权、约定事项和担保。

为了更好地理解这类文件的主要条款，本节的剩余部分将给出一个案例注（一项债权人之间协议的一部分）。包括合同所有关键条款的一个基本方案有以下要点：

- 两个贷方均承认其义务、权利和责任
- 建设的定义和规则、贷款的批准和贷款文件
- 夹层融资贷款或优先贷款的转让
- 各个单独抵押品的止赎权（对所有担保进行描述，贷方声明未提及的其他担保不再生效）
- 夹层贷款从属关系的层级
- 支付的从属关系（规定所有支付规则）

在协议的开始部分，两个贷方均承认其权利、义务和责任。此外还规定了建设的某些定义和规则，以及贷款批准和贷款文件。

（1）夹层贷款贷方在此承认：（i）在此协议条件和条款约束下，已收到并审核了优先贷款文件的所有条款和规定，并在此同意和批准授予优先贷款，（ii）优先贷款文件的执行、交付和实施将不构成夹层贷款文件规定的违约事项，或在发出通知或一段时间后，或同时在两种情况下，将构成违约事项，（iii）优先贷款贷方没有责任或义务，也未曾表示它将着手处理借方或任何优先贷款贷方支付此笔款项的其他人的优先贷款款项的申请，并且，（iv）除非在优先贷款协议中做出规定，任何优先贷款款项的申请和使用不得影响、损害或废除此协议或优先贷款文件中的条款和规定。

（2）优先贷款贷方在此承认：（i）在此协议条件和条款约束下，已收到和审核，并在此同意和批准授予夹层贷款，且在此协议的条款和规定的约束下，同意和批准夹层贷款文件的所有条款和规定，（ii）夹层贷款文件的执行、交付和实施将不构成优先贷款文件第10条规定的违约事项或，在发出通知或一段时间后，或同时在两种情况下，将构成违约事项，（iii）夹层贷款贷方没有责任或义务，也未曾表示它将着手处理夹层融资借方或任何夹层贷款贷方支付此笔款项的其他人的夹层贷款款项的申请，并且，（iv）除非在夹层贷款文件中做出规

定，任何夹层贷款款项的申请和使用不得影响、损害或废除此协议或夹层贷款文件中的条款和规定。优先贷款债务人在此承认和同意，与借方签订的优先贷款文件或任何其他协议规定的任何优先贷款贷方同意夹层融资的先决条件，在适用于夹层贷款文件或授予夹层贷款时，已经符合或免除。

另一项重要的条款与夹层贷款或优先贷款的转让有关。

夹层贷款贷方不得转让其在夹层贷款中49%以上的受益权，除非（i）收到一份关于此转让的评级机构确认函，随后相关的受让人被确认为符合此协议的“合格受让人”，或（ii）转让的对象是一名合格受让人。任何这样的受让人必须书面承担此协议中夹层贷款贷方的义务，并同意遵守此协议的条款和规定。为了优先贷款贷方的利益，这样的准受让人也必须重申此协议所包含的每项陈述和保证。

优先贷款贷方可以不时地自行决定转让全部或任何优先贷款或其中的任何权益。尽管发生了任何这样的转让或后续的转让，根据此协议的条款和规定，优先贷款和优先贷款文件在此协议各条款中的义务仍将继续优先于夹层贷款和夹层贷款文件。

协议会专门用一个章节来说明独立抵押品止赎权。这一章节对所有担保进行描述，贷方在此声明其他未提及的担保不再生效。

在未获得评级机构确认函的前提下，夹层贷款贷方不得行使抵押协议和其他夹层贷款文件或适用法律规定的有关止赎权或其他股权抵押变现（包括但不限于获得股权抵押的所有权或者变卖或转让股权抵押）的任何权利，除非（i）股权抵押所有权的受让人是一名合格受让人，（ii）股权抵押所有权转让后一名合格经理人将立即管理上述房产，（iii）如果在股权抵押所有权转让之前，税收、保险、债务清偿、地租、大修和改良型资本支出、承租人整修支出、租赁佣金和营业支出的现金管理未到位且没有足够的储备金，股权抵押所有权转让后，将遵照优先贷款立即执行上述各项的现金管理和储备，只要不引起优先贷款的“明显改动”。

本协议未包含任何限制或约束夹层贷款贷方行使其在法律上或在股权方面的权利和救济，或变卖任何非股权抵押的其他单独抵押的权利和救济的内容。

还规定了夹层贷款从属层级：

> 夹层贷款贷方在此声明，夹层贷款、夹层贷款文件和由此产生的抵押留置权和担保权益，以及所含的所有权利、救济、条款和约定事项均从属于（i）优先贷款，（ii）优先贷款文件产生的抵押留置权和担保权益和（iii）优先贷款文件包含的所有条款、约定事项、条件、权利和救济。优先贷款文件的修订或修改或者优先贷款文件任何条款的豁免将不会对本条款规定的从属关系产生任何影响。夹层贷款贷方在此承认并同意，为优先贷款提供担保的上述房产的留置权或任何其他独立抵押，或借方的任何资产均不构成夹层贷款的担保。
>
> 夹层贷款文件包含的每份文件和文书均隶属和从属于优先贷款文件包含的每份文件和文书，以及优先贷款文件的所有附加文件、修改文件、合并文件、增补文件、修订文件、替代文件和重述文件。
>
> 此协议不得降低或者被理解为降低或损害夹层贷款贷方的优先留置权、独立抵押的地产价值和收益。优先贷款贷方在此承认并同意优先贷款贷方目前没有也不得随后取得任何上述独立抵押或独立抵押的任何一部分的留置权或任何其他权益。夹层贷款贷方或贷款承押人根据此协议条款和规定对上述独立抵押的权利的执行和变现不是或本身不构成优先贷款文件规定的违约或违约事项。

关于支付从属关系的另一项重要条款对所有支付规则做出了规定：

> 夹层贷款贷方所有与夹层贷款支付相关的权利和夹层贷款文件证实的义务在此协议下从属于优先贷款贷方获得优先贷款借方支付的所有权利和优先贷款文件担保的所有义务。在优先贷款文件规定下借方履行所有向优先贷款贷方支付的义务之前，夹层贷款贷方不得接受或接收借方的任何支付款项和/或从上述房产中接受或接收任何支付款项。如果一项诉讼已经发生或一个连续的优先贷款违约事件已经发生并正在持续进行，优先贷款贷方有权在夹层贷款贷方有权接收夹层贷款任何支付款项之前接收支付款项并全额接收所有到期或将到期的应付给优先贷方的款项。为了维护优先贷款贷方的利益，夹层贷款贷方应接收和保管所有与此协议规定冲突的与夹层贷款相关和规定的所有支付款或股利，然后以适用于优先贷款文件条款的优先贷款的支付或执行的同样形式将收到的款项支付给优先贷款贷方。尽管此时存在对优先贷款的违约事项，但此协议不含任何禁止夹层贷款贷方进行保护性垫付的内容。

夹层贷款贷方可以不定时接受夹层融资借方依照夹层贷款文件的条款和条件支付的任何到期款项。夹层贷款贷方没有义务将上述任何款项转付给优先贷款贷方。

夹层贷款贷方可以采取任何股权抵押执行行动，但前提条件是（i）在开始任何股权抵押执行行动之前，夹层贷款贷方须将开始上述股权抵押执行行动可能造成的违约书面通知优先贷款贷方，（ii）夹层贷款贷方须向优先贷款贷方提供任何和所有交付给任何股权抵押执行行动任何一方的实质性/有形通知、诉状、协议、请求和辩护状，并及时告知优先贷款贷方任何股权抵押执行行动的状态。

在上述房产的建筑遭受损坏或任何部分进行改建或发生土地征用的情况下，优先贷款贷方在此类事件（“奖励”）中所产生的任何支付、奖励、收益、分配或报酬上享有首要和优先权益。如果奖励的金额超过了优先贷款文件规定的应付给优先贷款贷方的总金额，或者已全额支付优先贷款，或者由借方享有优先贷款文件规定的同样汇款，除了用于修复上述房产外，则超出的奖励部分或汇至借方的款项将根据优先贷款文件规定的程度，支付给夹层贷款贷方，除非其他人提出要求此奖励或款项的权利，在这样的情况下，优先贷款贷方仅须通知夹层贷款贷方超额奖励和其他任何因此产生的权利要求。

在借方破产的情况下对贷方的角色进行规定的具体条款：

每个夹层贷款贷方和优先贷款贷方在此放弃与任何抵押权益的任何留置权、涉及适用的优先贷款文件或夹层贷款文件的抵押的其他任何变现，或与任何其他抵消权的实施相关的资产排序要求。

每个夹层贷款贷方和优先贷款贷方应主动承担获悉借方状况（财务或其他状况）、夹层融资借方、上述房产状况和所有其他抵押和其他情况的责任。除了此协议的明确要求之外，优先贷款贷方和夹层贷款贷方都没有向对方获取、通知或交付关于上述状况、业务、资产和/或经营的信息或文件的任何义务。夹层贷款贷方同意，优先贷款贷方对夹层贷款贷方没有与优先贷款和优先贷款文件实施相关的授信责任。夹层贷款贷方同意不主张任何上述要求。优先贷款贷方同意，夹层贷款贷方对优先贷款贷方没有与夹层贷款和夹层贷款文件实施相关的授信责任。优先贷款贷方同意不主张任何上述要求。

任何根据此协议条款进行的支付和分配以及夹层贷款贷方的保护性预付款不得赋予夹层贷款贷方在全额支付之前行使任何与优先贷款债务

相关的债权转移的权利。夹层贷款贷方同意，除了实施夹层贷款文件允许的救济方式之外，在满足所有优先贷款债务之前，夹层贷款贷方不得通过债权转移或其他方式取得上述房产任何部分的留置权、地产权、权利和其他权益，或任何其他对优先贷款进行担保的抵押品，或由此产生的可能优于或与任何优先贷款文件有同等优先权的收益，或由此产生的留置权、地产权和权益。

在任何诉讼中，如果夹层贷款贷方被视为借方或任何SPE组成实体的债权人，（i）夹层贷款贷方在此同意，在没有提前得到优先贷款贷方同意的情况下，夹层贷款贷方不得在任何诉讼中做出任何对借方不利的选择，或同意，或开始任何对借方不利的行为或提交任何对借方不利的申请、请求、义务、通知或申请或者采取任何对借方不利的行动，除非上述行为的实施程度是夹层贷款贷方实施其股权抵押保护和变现所必要的，但前提是夹层贷款贷方不以借方债权人的身份实施任何上述行为，（ii）优先贷款贷方可以在任何上述诉讼程序中就夹层贷款贷方任何和所有要求投票表决。夹层贷款贷方在此指定优先贷款贷方作为它的代理人，并授予优先贷款贷方不可撤销授权书，以及在任何诉讼程序中针对借方或对借方不利的情况下为了实现夹层贷款贷方可以行使的任何和所有权利以及采取的任何和所有行动的目的所需的权益和代理权，（iii）夹层贷款贷方不得质疑在上述诉讼程序中优先贷款贷方出于善意提出的任何要求，或在上述诉讼程序中优先贷款贷方出于善意提交的关于上述房产或其他优先贷款抵押的任何估值，或在上述诉讼程序中采取任何不利于优先贷款贷方实施其权利主张或得到充分保护的行动。

1. 如需了解更多，可以参阅Watkins等人（2003）。

2. 如需了解财务杠杆对投资回报的影响，请参见第五章。

3. 单个投资或公司的加权平均资本成本。

4. 权益乘数指的是交易的总利润加上权益再除以权益。如果利润为50欧元，权益是100欧元，那么权益乘数是1.5［（50欧元＋100欧元）/100欧元］。

5. 关于夹层融资和私募股权，也可以参见Willis和Clark（1989）。

6. 票面价值是债券到期或期满时的价值。

7. 如需了解项目和公司融资的区别，请参阅1.3节。

8. 在进行夹层融资时，SPV很常见。

9. 优先股通过给予一些利润分配优势对投票权利的减少进行补偿。

10. 如需了解约定事项的细节，也可以参阅3.15节。

11. 详细内容参见Batey（1996-1997）。

12. 详细内容参见Della Bella（1996）。

13. 如需了解更多关于法律结构的信息，也可参见Forte（2004）。

14. 如需了解财务杠杆效应，请参阅第五章。

15. 如需了解风险和利润分配，可以参见7.5节。

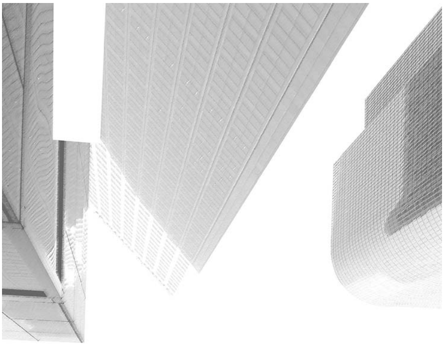
16. 为简明起见，仅考虑初始阶段投资，但这样的结果也可以通过更实际的现金流分配得以实现。

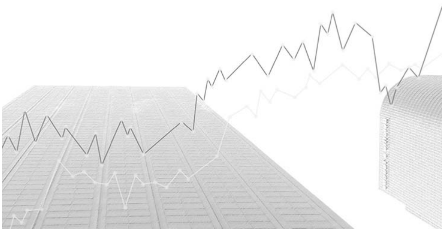
17. 为简明起见，不考虑税收和其他成本。

18. 为简明起见，假设的是无息有价债券，但这样的结果也可以通过更常见的开发贷款得以实现。

19. 下列引用的段落摘自Forti和Stafford（2002），在得到CRE Finance World出版社允许后进行改编。

第八章
巴塞尔协议及其对房地产融资的影响





关于资本要求的巴塞尔协议旨在确保银行体系的稳定性。银行体系的稳定性必然会对经济体系的稳定性产生连锁反应。除了其他规定之外，巴塞尔协议主要对银行承担风险（银行正常业务的一部分）的资本要求做出了规定。

巴塞尔协议基于的一般原则是银行的监管资本必须能够充分覆盖其承担的风险。监管资本可以总称为资本。为了覆盖客户信贷敞口的风险和其他风险，银行必须在资产负债表中预留出适当的资本。因此，虽然储备资本根据债务人违约所导致的风险大小而有所不同，但操作涉及的风险越大，银行监管资本需要预留的资金越多。在贷款全额偿清之前，必须对损失风险进行监控和更新。

巴塞尔协议由巴塞尔银行监管委员会（简称巴塞尔委员会）制订。1974年年末，由十国集团中央银行行长倡议成立了巴塞尔银行监管委员会，委员会在国际清算银行的主办下运作。国际清算银行是一个国际性组织，致力于推动中央银行和其他对等机构之间的合作，以实现货币和金融稳定性的目标。

1988年，巴塞尔委员会通过了俗称为“巴塞尔资本要求协议”（或“巴塞尔协议I”）的资本衡量体系。协议得到超过100个国家中央机关的背书，规定了银行预留8%的贷款资本以确保其操作稳固性的义务。

2001年1月，巴塞尔委员会公布了名为“新巴塞尔协议”的磋商文件，制定了银行资本要求的新规定。2004年6月，经过数月的磋商和论证，正式通过了最终稿（被称为“巴塞尔协议II”）。同时，原本计划在2006年实施的这项协议在各个国家[注]以不同的方式开始实施。

2010年到2011年之间，巴塞尔委员会的成员商定对《巴塞尔协议I》和《巴塞尔协议II》进行修订，通过了《巴塞尔协议III》。《巴塞尔协议III》是为了应对21世纪00年代末金融危机所暴露的金融监管的缺陷。

8.1 《巴塞尔协议II》

《巴塞尔协议II》由三大支柱构成：

- 最低资本要求
- 监管部门的监督检查
- 市场约束

本章重点阐述第一大支柱，因为与其他两个支柱相比，它对信贷额度的成本、流程，以及银行和客户之间的关系存在直接影响。《巴塞尔协议II》第一支柱是建立在计算资本比率的基础之上的。资本比率的分子代表银行可用的资本量，分母代表银行所面临的风险（称之为风险加权资产）。

计算出的资本比率不能低于8%。与《巴塞尔协议I》相比，《巴塞尔协议II》并未改变资本比率分子的定义（如监管资本的定义）和8%的最低资本比率的规定，但对风险加权资产的定义进行了改动。计算风险加权资产的新方法通过改进银行风险评估使资本比率的计算结果变得更有意义。

《巴塞尔协议II》在风险加权资产的定义里只明确提出了两种类型的风险：

- 信贷风险

- 市场风险

在对这两大风险的论述中隐含了其他的风险。

对交易活动所产生市场风险的论述是1996年巴塞尔委员会修订资本协议的主题。《巴塞尔协议II》未对此论述进行改动。

关于第一支柱，修改风险加权资产的定义的提案有两项主要内容：（1）信贷风险论述的实质性改动；（2）引入操作风险的明确论述。这将使得操作风险被计入银行资本比率的分子之中。在上述两项内容中，《巴塞尔协议II》的重大创新在于引入了信贷风险计算和操作风险计算的三种方法：标准化法、初级内部评级法和高级内部评级法。

8.2 《巴塞尔协议III》

为了加强对银行业的管控、监管和风险管理，巴塞尔银行监管委员会颁布了《巴塞尔协议III》。它是一系列改革措施的全面整合。这些措施的目的是提高银行业应对任何来源的金融和经济压力的能力，改善风险管理和治理，促进银行的公开透明。

微观审慎管理将有助于提高单个银行机构应对压力的能力。改革的目标不仅在于银行层面（微观）审慎管理，也在于宏观（全系统）审慎管理。全系统风险可能在整个银行业中逐渐积累并随着时间周期性扩大。

由于单个银行层面更强的恢复力可以降低系统范围内出现震荡的风险，因此这两种监督办法能够互为补充。

《巴塞尔协议III》要求银行持有4.5%的普通股（《巴塞尔协议II》规定的是2%）和风险加权资产中核心一级资本的6%（《巴塞尔协议II》规定的是4%）。

《巴塞尔协议III》还引入了：

1. 额外的资本缓冲：

- 2.5%的强制性资本留存缓冲
- 无限制反周期资本缓冲，在信贷高速增长时期允许国家监

控机关另行要求最高2.5%的资本留存

2. 最低3%的杠杆比率。

3. 两个必须满足的流动性比率：

- 流动性覆盖比率。这个比率要求银行持有充足的高质量流动资产，可以满足超过30天的银行总净现金流
- 净稳定融资比率。这个比率要求在持续超过一年的压力期内持有的稳定融资可用资金超过必需的稳定融资资金

8.3 《巴塞尔协议》和房地产融资

银行的权益资本被视为在发生突发事件时可以保护银行的流动性缓冲。

每年由银行主管部门批准的“贷款政策”首先必须对银行机构授权放贷的界限做出明确规定（在房地产融资操作中，这些界限涉及最高LTV，最低DSCR和ICR等）。在这些界限范围内，主管可以要求贷款的回报（利差和费用）与融资交易的风险水平对等。回报也与提供的担保相关。

简而言之，这就像是银行的股东将更多的权益投资（通过使用留存的监管资本）到发放给客户的贷款（也因为全部或部分留存资本将用于弥补银行在融资操作发生违约时所遭受的损失）。留存资本是银行股东的一项成本。这项成本必须由债务人通过利息和相关费用的支付予以补偿。

交易的风险性越大，银行将要求更多的担保和费用。这也符合承诺对贷款额进行健全审慎管理的观点。

根据巴塞尔委员会的要求，银行可以用三种不同的方式对结构性房地产融资操作的信贷风险进行评估：

- 标准化法
- 初级内部评级法
- 高级内部评级法

8.4 标准化法[注]

标准化法要求银行根据信贷风险的显著特点将其纳入监督类别，确立对应每个监督类别的固定风险权重[注]，并使用外部信贷评估提高风险敏感度。基于外部信贷评估，主权风险、银行同业风险和公司风险的权重各有不同。

标准化法框架的一个备选项是对公司风险评估外部评级的使用。如果没有使用外部评级对风险进行评估，标准化法要求在大多数情况下使用100%的风险权重。这就意味着资本充足率为8%。

一项重要的创新之处是，银行使用标准化法后可以识别的抵押、担保和信贷衍生工具（所谓的信贷风险缓释工具）的范围扩大了。

与之前的协议相比，住宅抵押风险的风险权重减少了，因为在新协议中住宅抵押风险属于其他零售风险。而零售风险现在的风险权重低于未评级的公司风险。此外，有些授予中小型企业的贷款如果满足一些标准，也可以划分到零售领域。

贷款完全由借方持有或租赁的住宅房地产进行担保时，风险权重为35%。根据住宅信贷的相关规定，监督机关在使用35%的权重时应当确认这一优惠权重应严格应用于住宅房地产且必须符合严格审慎的标准，如按照严格的估值规则所授予贷款额的附加抵押的利差必须很大。当监督机关认为其不符合标准时，应当增加标准风险权重。

在过去几十年里，许多国家的商业房地产贷款一直是问题资产频发的源头。鉴于此，巴塞尔委员会认为，原则上商业房地产的抵押贷款的风险权重不等于100%时都是不合理的。[注]

这种计算方法的好处是，银行在确定操作风险时无须建立充分的结构体系。因为它使用的是外部评估和标准化加权系数。

而其缺点是银行使用的一般性风险衡量系数是审慎的，所针对的是没有外部评级的借方风险。因此，要求借方支付的息差和费用往往比使用其他方法时的息差和费用要高。另一个缺点是这种方法考虑的不是银行和一个借方的关系，而是银行和一个类别的客户（经济上或法律上）的关系。它使用的是基于定性和定量所统计的变量。因此，由于对损失风险的鉴定和评估（适当调整后，可能更高或更低）不准确，银行将面临潜在的风险和/或利润损失。

这种方法本质上要求银行预留非常多的资本，而银行无须在量化实际风险水平时对交易进行详尽的尽职调查。

如果针对结构性房地产贷款（涉及更大的金额），此方法在计算风险时将要求银行预留更多的资本（绝对值）。这个资本值不一定以交易实际风险为依据，也将与根据下列计算方法开展的尽职调查不符。

需要补充的是，抵押贷款的“有利”加权不适用于结构性贷款，因为此类债务的偿还从定义上讲主要取决于抵押房地产所产生的现金流，而不是债务人使用其他资金偿还贷款的基本能力。

8.5 初级和高级内部评级法

在标准化法中，风险加权取决于交易对手方（或担保人）的外部评级。与之相反，在内部评级法中，风险的加权取决于银行对债务人（或在某些情况下对操作）做出的内部评估，由此产生了银行内部评级系统。

“评级系统”指的是形成结构和文件的整体评级方法，组织和控制流程，以及在对下列两项进行综合评估时收集和处理相关信息的数据库组织安排。

- 借方的资信
- 单个信贷交易的风险水平

为了使评级能够反映借方当前的风险水平，有必要根据银行规定的时间间隔系统地更新评级方法。在任何情况下，每年都应至少复审一次。

如果在流程和/或贷款授予条件的审核中发现任何可能提示借方资信变化的信息，在内部规定的下一次审核截止日之前必须对评级进行更新。

评级系统不仅必须是资本要求的计算工具，也必须在管理中发挥重要作用。鉴于此，如果评级系统在风险管理、决策过程、贷款批准、资本内部配置和银行的公司治理功能方面均起到关键作用，银行只能被授权使用基于内部评级的方法计算资本要求。

评级系统使银行能够对债务人进行内部评级（如根据交易对手方的风险程度对其进行分类），进而对风险的构成要素做出评估。

内部评级是在给定时期内根据所有获得的合理信息做出的定性和定量的评

估。它表示的是根据现有或潜在借方履约能力的度量标准进行的分类。

评级类别的排序必须与信贷风险相符，也就是说债务人在从低风险类别移动到高风险类别时，其违约的可能性将增加。

内部评级法不允许银行自行确定计算自身资本要求所需的所有要素，银行应将其量化数据输入巴塞尔委员会所指定的公式来确定风险权重和资本费用。

这些公式或风险权重函数，可以将银行输入的信息转换为具体的资本要求。内部评级法适用的范围更广，其资本计算机制根据风险类型的不同而有所变化。它取决于4个量化输入数据：

1. 违约概率（PD）。它衡量的是借方在给定时期内的违约可能性。

2. 违约损失率(注)（LGD）。它衡量的是发生违约时风险损失的比重。

3. 违约风险暴露（EAD）。对于承诺贷款额而言，它衡量的是发生违约时可能被提取的金额。

4. 有效期限（M）。它衡量的是风险暴露的剩余有效期限。

如果给上述每项各确定一个值，公司内部评级风险-权重函数将计算出每种风险暴露对应的特定资本要求。

初级和高级内部评级法的区别主要在于银行基于自身预估提供的输入信息和监督机关已做出规定的输入信息这两个方面。图表8-1对这些区别进行了汇总。

数据输入	初级内部评级法	高级内部评级法
违约概率（PD）	银行基于自身预估提供数据	银行基于自身预估提供数据
违约损失率（LGD）	委员会设置的监督值	银行基于自身预估提供数据
违约风险暴露（EAD）	委员会设置的监督值	银行基于自身预估提供数据
有效期限（M）	委员会设置的监督值，或者，国家酌情决定由银行基于自身预估提供数据（允许排除某些风险暴露）	银行基于自身预估提供数据（允许排除某些风险暴露）

图表8-1 初级内部评级法和高级内部评级法的区别

资料来源：巴塞尔银行监督委员会（2003b），第5页

内部评级框架的一个主要要素是信贷风险缓释的处理。信贷风险缓释指的

是抵押、担保和信贷衍生工具。内部评级框架本身，尤其是LGD参数，在对信贷风险缓释方法的潜在价值进行评估时非常灵活。因此，对于初级内部评级银行而言，不同的LGD值反映了不同抵押类型的存在。

适用高级内部评级法的银行在评估不同类型的抵押价值时具有更大的灵活性。对于涉及融资担保的交易而言，内部评级法力图确保银行在评估风险时使用的是公认的方法。此类抵押有可能改变风险值。

从上文中可以看出，这两种方法与标准化法的巨大差异在于，为了得到更准确反映操作风险和更加适合结构性房地产融资操作的系数，内部评级法引入了银行对信贷风险进行的内部评估，在计算留存资本额时运用主要输入数据。

此外，如果使用此方法，银行将不得不进行分析，进而确认所有与融资操作相关的风险。如果融资操作没有充足的相关担保，就可能导致做出不予融资的决定，从而保护所有利益相关者和整个经济体系。

基于贷款风险水平的评级分配和它的年度审核必须由与授予贷款没有直接利益关系的当事人进行。

必须强调的是，内部评级法也特别考虑到了可以降低信贷风险的工具，尤其是物权担保和个人担保。担保的作用可以通过使用复杂的评级方法得以观察，这种方法将影响PD和LGD的计算。

担保在有效降低债务人违约的损失风险方面发挥着十分重要的作用，因为担保将全部或部分损失风险转移到了其他当事方或资产上，并因此降低了违约事件的预期风险。

高级内部评级法包含了一系列严苛的最低标准。这些标准针对的是使用这些评级方法的合理性。最重要的是，银行必须证明它以合理的构建方式得出上述4项输入数据。由此看出，为了在资产负债表里预留适当的监管资本，银行必须准确评估结构化房地产融资的信贷风险（如果银行决定进行融资）。只有专业银行才具备这种能力。这对利益相关者、银行和整个经济体系是完全有益的。

如上所述，评级系统必须起到重要的管理作用。这意味着只有当评级系统在风险管理、决策过程、贷款审批、资本内部配置和银行的公司治理方面起关键作用时，银行才可能被授权采用基于内部评级的方法计算资本要求。

与结构性房地产融资操作相关的银行尽职调查所有阶段必须指向评级评估

和损失风险评估。在此类操作中，评级必须基于至少三个不同的评估结果：

- 借方质量
- 进行融资的房地产
- 拟融资的操作（考虑到为贷款提供支持的担保）

关于借方，评级应基于下列因素：

- 对资产负债表、资本和财务比率，以及产生现金流的能力的分析
- 投资到操作中的权益资本水平
- 对公司管理的质量和专业技能的评估
- 内部控制系统的质量和银行在管理和预测数据上的透明度
- 公司及其所属集团的经验
- 公司及其所属集团的信用记录
- 所提供信息的透明度、可靠性和明确性
- 第三方专业人员的判断，如认证机构、评级机构和分析师

关于进行融资的房地产，至少应考虑以下几个方面：

- 房地产的价值、建筑年限、维护工作的常规表现和公用系统、建筑材料、装饰、建筑形象等
- 建筑的质量认证，如能效证书
- 宏观和微观经济环境

- 房地产（如购物中心）的吸引力，包括附近其他类似的房地产开发项目
- 合适的房地产管理模式能在降低成本的同时实现最佳的运营状态
- 房地产允许转为其他用途的灵活性
- 租金收入，可能由于所有房地产投资中普遍的外部事件或单个房地产特有的事件而有所不同

风险罗列如下：

- 利率、就业率和通货膨胀率的变化
- 税法或政府政策的变化
- 与房地产用途相关的风险
- 与房地产位置相关的风险
- 与所评估的房地产固有特点相关的风险
- 能够保证房地产盈利能力的使用者的风险。它可以划分为下列要素：使用者所在的行业（需要评估整体经济周期和使用者所在行业的经济周期之间的关系）和商品经营活动所属的行业（主要评估房地产独有特点与业务具体要求的适应性）
- 使用者的偿付能力。它计算的是现金流、流动性和使用者的资本稳定性，包括与之相关的房地产租赁或与借方议定的业务部门的租赁（在此将分析此类合同的所有条款，即使这些条款通常与市场惯例决定的条款尤其是财务条款没有区别）

最后，为了实现确定损失风险的目的，在对下列因素进行评估时所有数据必须与房地产融资要求进行核对。

- 贷款期限
- 合同担保和约定事项
- 利率风险规避
- LTV、DSCR和ICR
- 现金流和商业计划

从上文中也可以明显看出，对房地产融资进行的监管起到了根本性的作用，尤其对于使用内部评级法计算资本要求的银行而言。事实上，为了使评级能反映与银行客户相关的风险的即时水平，在年度审核时，不论在任何情况下都必须按事先确定的时间间隔进行系统的更新。

这意味着负责监管的信贷管理机构必须有能力进行检查，也必须有合适的合约工具可供使用（如合同约定事项），以便从借方获取所有必要信息。

这意味着银行尽职调查活动、评级分配和常规监管之间必须实现无缝对接，同时防止银行不同部门之间潜在利益的冲突。

---

1. 如需了解巴塞尔委员会成员推行巴塞尔协议的最新进展，请登录国际清算银行网址www.bis.org，浏览“巴塞尔协议实施的进度报告”。报告主要关注的是按照国际公认的时间表制定国内规则的进程状态。

2. 本节和下节改编自巴塞尔银行监管委员会（2003a）。

3. 如需了解风险权重，请参阅Resti和Sironi（2007）。

4. 但委员会认识到，在完善成熟市场存在的特例中，办公楼和/或多功能商业地产和/或多租户商业房地产的抵押在申请贷款时可能使用50%的优惠风险权重。申请的贷款额不能超过OMV的50%或抵押房地产抵押贷款价值的60%中较低的值。超过这些限值的风险将使用100%的风险权重。这个特例必须符合十分严格的条件，尤其是必须完成两个测试：（1）不超过OMV的50%或贷款价值比率（基于抵押贷款价值MLV计算得出）的60%中较低值的商业房地产贷款产生的损失不能超过任何一年中未偿还贷款的0.3%。（2）商业房地产贷款产生的损失不能超过任何一年中未偿还贷款的0.5%。

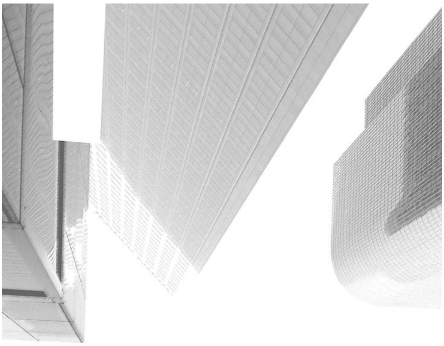
也就是说，如果在给定的一年里，这两个测试中的任何一个没有通过，那么优惠待遇的资格将中止。在未来再次获得此待遇之前仍须符合原始资格标准。按这样的方式处理的国家必须向公众披露已经符合所有附加条件（可从巴塞尔委员会秘书长处获得）的信息。当因此特殊待遇而获益的权利过期时，风险权重仍将按100%计算。

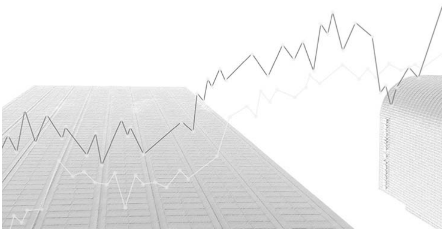
5. 如需了解违约损失率的一般概念，也可以参阅Altman等人（2005）。

Property Finance

第 二 部 分

第九章
中国㊟





1.贷款方会要求借款方提供什么样的担保？

在中国，银行贷款是主要的（也可能是唯一的）房地产融资来源。自2011年起，中国中央政府为了控制大城市飙升的房价出台了调控政策，房地产贷款随之收紧。房地产信托和房地产基金在中国房地产融资领域的重要性日益凸现。

根据中国法律，银行或信托公司在发放贷款时需要项目公司符合一定的条件，即其应事先取得土地使用权以及有关项目规划的证照，并且项目所有方应已注入不少于项目全部投资30%的资金。而从私募基金处融资则不需要满足此等法定前提。另外，中国对外资房地产公司融资的限制更多。

为降低风险，中国贷款方通常要求借款方提供下列一项以上担保：

- 抵押土地使用权、已完工建筑物和/或在建建筑物

- 质押项目所有者在该项目公司的权益（股权质押）
- 过户或质押项目的预期收益或利润
- 担保人担保

2.哪些法律规定适用于此类担保？

对担保做出规定的主要法律是《中华人民共和国担保法》（PRC Security Law）。该法只制定了原则性条款，因此，最高人民法院于2000年发布的司法解释在《担保法》的司法实践中起到了非常重要的作用。此外，在牵涉房地产抵押时，《物权法》（Property Right Law）提供了主要条款。

中国中央政府管理机构和地方政府不时出台的各种法规、措施、规定和通知也是中国法律体系极其重要的一部分。中央机构和地方的这些规定通常会规范特定担保业务的操作细节，如房地产抵押、股权质押、第三方担保等业务。因此，如果要彻底掌握某项担保业务的有关法律规定和实际执行情况，就得了解这些规定。

3.建立一项这样的担保业务有哪些形式要件？设立股权质押，可以要求"担保物权出让"（**cession by security**）吗？

首先，担保协议通常是一份涉及复杂法律关系的合同，需要以书面形式订立。此外，在国内的交易中，中国法律和司法实践到目前为止仍未承认担保可以独立存在。也就是说，任何形式的担保，即便担保关系建立之后，也一定是主债（即贷款合同）的附属部分。贷款合同无效也会导致担保协议无效。

要设立房产抵押，需要满足以下前提条件（《物权法》第180条、第184条、第185条和第187条）：

（a）应订立一份书面抵押协议，其中条款必须包括：被担保债权的具体描述、抵押房产的具体描述，以及担保权益范围的具体描述。

（b）抵押方有权对该房产进行抵押。

（c）该房产不属于依照法律或行政法规禁止抵押的范围（例如，土地所有权在中国属于禁止抵押的范围）。

（d）抵押必须在主管部门进行登记，才能生效。

也可以用轮船、飞机、汽车、大型机器或设备等进行抵押。当抵押合同生效时，对这类“动”产身上绑定的抵押就随之设立，法律效力也随之产生。但是，如果没有在主管部门（不一定总是相同的部门）登记该项抵押，则此抵押不可以对抗善意第三方（《物权法》第188条）。

要设立股权质押，需要满足以下前提条件（《物权法》第208条、第210条、第223条和第226条；《工商行政管理机关股权出质登记办法》第5条）：

（a）应订立一份书面抵押合同，其中条款必须包括：被担保债权的具体描述、抵押股权的具体描述、担保权益范围的具体描述，以及交付时间的描述。

（b）质押方有权对该股权进行质押。

（c）该股权应依法转让和质押（例如，被人民法院冻结的股权在解除冻结前不得被用于质押）。

（d）股权质押必须经由商务主管部门批准（也适用于外资公司的股权质押）。

（e）质押的权责双方必须共同就股权质押事宜登记，由管理部门使股权质押有效设立。

中华人民共和国法律没有“担保物权出让”或类似的概念与实践。

要赋权或设立一项收益或应收账款的质押，需要满足以下前提条件（《物权法》第208条、第210条、第223条和第228条）：

（a）应订立一份书面合同，其中条款必须包括：被担保债权的具体描述、被质押的股权的具体描述、担保权益范围的具体描述，以及交付时间的描述。

（b）质押必须到征信服务机构（中国人民银行征信中心）进行登记，才能使质押有效设立。

中国法律规定，担保关系是指，在债务人不能偿还贷款时，第三方（通常是债务方的关联方）履行偿还义务。因此，需要至少在担保方和贷款方之间订立一份担保合同。除非涉及跨境担保，否则不需要进一步登记。

担保依法分为两类：一般担保和连带担保。在一般担保中，债权人只有在穷尽合法赔偿仍不能收回欠款后才可以要求担保方履行担保责任；而在连

带担保中，在担保期内，债权人可以选择向债务人或担保方或两方提出偿还要求。

4.可以担保哪些债务？担保多少金额？在发生争议的情况下，主债务的更新会导致对原债务的担保保留/消失吗？

根据中国的《物权法》，（除非双方另有约定）担保债权和金额应符合以下几点要求：

（a）贷款本金加上恰当的利息；

（b）合同规定的罚金或法定罚金；

（c）损害赔偿金；

（d）保管作为担保物的财物所发生的费用和强制执行担保约定的费用。

担保的范围可以由合同双方自由协商。

未事先取得担保人同意的基本债务的变更会导致对主债担保约定的消失。根据中国法律，担保约定必须依附主债关系而存在。如果基本债务未事先取得担保人同意而变更，原先的担保约定不会自动对新债务产生担保义务，这时需要设立一项新的担保约定（《物权法》第175条、第192条和第204条）。

5.原始贷款协议终止后，有可能"转移"这类担保（即对物担保）对其他债务进行担保吗？

根据中国法律，担保合同是附属于特定主债（贷款）合同（《物权法》第172条和第192条）的。相应地，担保约定不会从担保贷款合同"转移"去独立担保其他债务。例如，在中国的房产转让中，总是需要原始债主先将相关抵押解除，然后才能再次抵押给新的债主以达到借款目的。

对于最大金额担保（抵押或质押），担保包括规定期限内产生的所有债务关系，如果双方协商一致的话，甚至可以覆盖之前的债务关系（《物权法》第203条和第222条）。

对房产抵押而言，将同样的房产再次抵押给第三方在过去是明确禁止的（《中国人民共和国担保法》第35条）。现在，此禁令通过司法解释似乎已解除（《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》第50条和第51条）。然而，之后颁布的《中华人民共和国物权法》

对该问题没有提及，所以，再抵押的法律效力仍不完全明了（最高人民法院法官宋晓明在一次物权法国际会议上如是说），在实际操作中，此类再抵押往往被银行限制，仅可“在剩余价值范围内”进行。

6.股权质押给了质权人什么权利？对该权利的行使有什么争议吗？该质押关系的设立有什么形式要件吗？

在股权质押关系中，对质权人的权利没有明确规定。

正如一般质押规则适用于动产和权利，质权人拥有以下权利：

（a）拥有被质押财产的物权（《物权法》第208条和第229条）；

（b）除非质押合同另有规定（《物权法》第213条），否则可以收取被质押的财产所产生的孳息。

从上市公司股权质押的角度看，“收益”包括“对股东免费派股和派息等”利益，产生的该等收益应被共同质押（《证券公司股票质押贷款管理办法》第35条）。

除非得到质押方的同意，否则质押受让方不可以使用或处置质押的财产（《物权法》第214条）。

在执行该权利方面产生争议时，可以对上述问题3中规定该质押设立的前提条件提出质疑，或通过共同协议排除收取孳息的权利（《物权法》第213条）。

要了解合法有效的股权质押的设立要求，请参考上述问题3。直到2008年，中国才颁布规范股权质押登记的法规（2008年10月1日起实施的《工商行政管理机关股权出质登记办法》）。在那之前，国外公司投资的所有在华公司要设立正式的股权登记是十分困难的。

7.一旦借款人债务重组，担保可以自动保留吗？

中国法律规定，在债务人重组期间，担保履行应该搁置。但是，如果出现抵押物重大贬值或毁坏的可能，并因此损害担保受让贷款方的权利，则担保受让贷款方可以向人民法院提出申请，恢复行使担保权（2007年6月1日起实施的《中华人民共和国企业破产法》第75条）。

8.在出现违约时，对物权的担保如何强制执行？

双方可以就如何履行担保达成一致（《物权法》第195条）。

在没有达成一致的情况下，双方可以采用以下两种方式就物权担保的履行向人民法院提出申请（《物权法》第195条和第220条）。

（a）如果没有产生关于担保约定或被担保债的民事权利纠纷，双方可以向法院提出“实现物权担保的特别程序”（“确认程序”）。在确认该请求“符合法律”[注]之后，法院应做出裁决，出售/拍卖该物权。基于该裁决，双方可以向法庭申请强制执行（即出售/拍卖物权（《中华人民共和国民事诉讼法》第179条、第196条和第197条））。

（b）一旦发生民事纠纷，双方首先需要提起普通民事诉讼，法院就民事权利做出判决（“诉讼程序”）。根据该判决，双方可以向法院申请判决的强制执行（《民事诉讼法》第224条）。

9.在进入强制执行程序后，抵押的强制执行平均需要多长时间？

就确认程序而言，法庭在立案受理后最多30天要做出裁决，最多6个月要执行裁决。

就诉讼程序而言，一审一般需要6个月，二审需要3个月（如果上诉的话），法庭强制执行判决最多需要6个月。

在实践中，如果有附加程序的话，上述时间可能会大幅延长。

10.在不寻求管辖法院处理的情况下，银行有权直接或通过接管人强制执行抵押吗？该诉讼平均执行期限是多长时间？

在主债不能偿还的情况下，银行可以与抵押方或管理人（有财产管理关系存在）共同协商，履行抵押约定。如果银行与抵押方或管理人（有财产管理关系存在）不能通过共同协商转移抵押物权，银行应向法院申请强制执行。

平均持续时间：同问题9中的回答一致。

11.此类担保的设立和取消需要承担哪些税费？

根据中国法律，一般情况下，对担保的设立和取消不收取税费。

12.公共/税务部门的债权会被赋予最惠待遇吗？公共/税务部门对财产的

债权优先于作为该财产抵押受让方的第一顺序的贷款人吗？

在中国，公共/税务部门的债权被赋予最惠待遇，对抵押财产的索偿排在作为该财产抵押受让方的贷款人之前。房地产抵押权实现后的法定还款顺序如下：

（a）抵押实现费用；

（b）房地产抵押所产生的税费；

（c）偿还被担保的贷款/利息等；

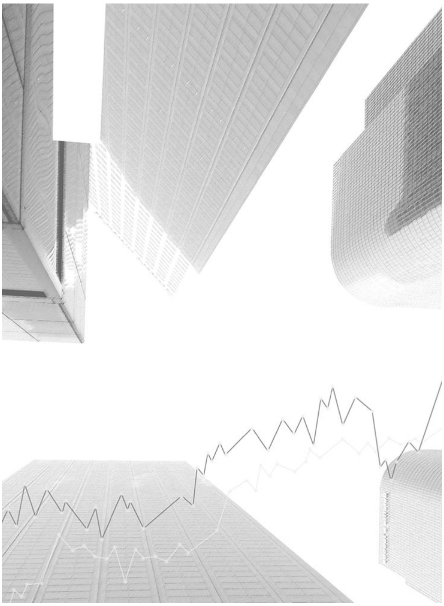
（d）赔偿因债务人违约导致的债权人的损失（《城市房地产抵押管理办法》第47条）。

---

1. 由泰乐信律师事务所（Taylor Wessing）驻中国上海代表处撰写。泰乐信律师事务所是一家全球领先的律师事务所，全心全意帮助客户创造性地思考业务中的问题。泰乐信律师事务所拥有900名律师，办公地点遍布欧洲、中东和亚洲，提供涉及所有法律实践领域的综合服务，核心优势在公司财务、房地产、知识产权和私人财富领域。泰乐信律师事务所也为北美、巴西和印度的客户提供专业咨询服务。

2. 中国法律关于法院应对请求审查到什么程度没有明确规定。一些法官认为，法院应只做形式审查，如被担保之债是否已到期，担保约定是否充分设立，等等。

第十章
英格兰和威尔士[注]



1.贷款方会要求借款方提供什么样的担保？

- 当前拥有该房地产法定权的借款人用该房地产依法进行抵押
- 借款人所有当前和未来财产的固定抵押
- 如果固定抵押不足，则可用借款人所有当前和未来财产进行浮动抵押
- 租赁收益、保单和其他物化合同的转让
- 借款人所有股份的股权抵押

2.哪些法律规定适用于此类担保？

《1925年财产法》（the Law of Property Act 1925）第136条提到，一项法定转让的生效必须满足以下条件：

- 转让人（或抵押人）书面提出转让并签字
- 绝对转让（一旦债务成立，无条件全部转让）
- 绝不可以收费；并且
- 必须书面通知转让人需要强制执行该转让权的第三方（对转让人负有义务的一方）

如果该转让与《1925年财产法》第136条规定不符，那么这种转让会被当作“衡平法下的转让”而生效。

《2006年公司法》（the Companies Act 2006）第870条要求，在对资产担保约定建立之后21天以内，需要在公司注册登记处登记该担保关系。

《2006年公司法》第859A款中规定，在英格兰和威尔士、苏格兰或北爱尔兰注册登记的公司，如果在2013年4月6日当日或之后设立一项抵押或担保约定，或者有人对该项抵押或担保关系有权益涉及，可以向自己公司注册登记的公司注册官提交第859D款中有关该项抵押和担保约定的具体陈述。后者存在一定的例外情况。类似的管理制度适用于有限责任合伙企业。这属于自愿登记即可生效的情况。与之对照的是《2006年公司法》第860（7）款（适用于2009年10月1日至2013年4月6日设立的担保约定），其中列举了必须登记的担保种类。但实际上，由于对于应登记而没有登记的担保会进行处罚，一个谨慎的借款人会向公司注册官提交第859D款中有关自己作为受让方的任何担保约定的具体陈述，除非这些担保约定根据《2006年公司法》第859A（6）款被明确排除在登记制度之外。

如果担保项根本没有登记，或者没有在允许的时间范围内登记，那么根据《2006年公司法》第859H款，该项担保（至此所有与之相关的担保）对清算人、管理人及公司所有的债权人均无效。如果某项担保对清算人或担保人无效（因为没有在规定时间内登记），那么当设立这项担保约定的公司进入清算或管理程序时，该未登记担保约定的持有人将被划分到未做担保的债权人之列。至此与之相关的对公司财产或业务的担保是无效的。这不会使该担保项担保的合同款项或支付义务款项失效。按照第859H（4）款规定，当一项担保约定根据《2006年公司法》第859H款无效时，受担

保的款项将立即成为应付账款。

3.设立这类担保的形式要件有哪些？

借款人房产合法抵押的手续——合法抵押的取得须符合物业的法定权益。首先，必须由抵押方以书面方式进行。要使一项合法抵押生效，必须去指定的登记处登记该项抵押。如果没有登记，那么通常会被当作“衡平法抵押”方式生效，但将不会被视作有登记名称的担保。如果设立时被抵押的物业不存在，那么就不可能对该物业进行合法抵押。此类抵押只有在未来物业作为衡平法抵押时才会生效。

（仅限）对于未登记的土地，可以根据赎回终止的法规，通过一定年限转让的方式也能设立合法抵押（即用租约方式设立合法抵押，这样的租约可以根据还款情况决定）。

就借款人所有当前和未来资产的固定抵押或浮动抵押的手续，都应由担保提供方以书面形式出具并签字。虽然没有对担保提供方提出明确要求，但事实上却总是由担保提供方履行这个手续。如果所计划的担保涉及担保提供方还未拥有的房产，那么担保文件也必须有担保物持有人的签字。要设立固定抵押，抵押人必须对押记的资产有充分的控制权（即未取得贷款人同意，抵押人不能自由出售资产）。抵押是固定抵押还是浮动抵押不是根据双方的意愿来划分，而只能按照事实性质来划分。没有对财产进行必要控制的抵押为浮动抵押。

任何英国公司或有限责任合伙企业所做的抵押必须在担保设立之日起21天内到公司注册处进行登记，否则，该担保无效，在企业破产时不得对抗其他债权方，其债务立即成为应付账款。

采用借款人的租金、保单和其他材料合同进行担保的转让手续基本上是以书面形式进行的。该担保如果赋予贷款方代理权，则必须立据为凭。接受担保转让的贷款人可以要求该转让符合《1925年财产法》第136条（以下称“第136条”）的规定，如此才可以视为合法转让。不符合第136条的转让将作为“衡平转让”生效。采用合法转让的一个主要优势是受让方有权以自己的名义进行起诉，而受转让方合同权利约束的相关第三方不需要加入诉讼程序。但是，如果转让仅以衡平转让方式生效，受让人得保证该转让或抵押授予贷款方代理权，从而可以以转让方（或抵押方）的名义进入法院审理程序，这样才可以达到与采用合法转让方式一样的效果。另一种选择是，该转让或抵押可以授权贷款方指定一个接收管理人，以担保提供方的名义，在贷款方的指令下，执行受让权。尽管有种种方式，借款方仍倾向于尽可能要求他们接受的担保转让符合第136条的规定。

要符合第136条规定，转让必须符合以下条件：

（a）有转让方的书面签字；

（b）转让全部权利；

（c）无条件转让；

（d）表述为转让（即所有权转让），而不是抵押（即仅仅让渡财产占用权，没有让渡所有权）；

（e）以书面通知该转让权拘束的债务人或其他方；

（f）合法权利而不是衡平法权利（如未来物权）。

依据英国法律，未来物权可以转让或抵押，但是如果被转让，则该转让不符合第136条的要求，只能以衡平转让的方式生效。合法的转让通常解释为仅与已经存在的物权相关。

要完成一项完整的担保转让，建议（商业实践中并不总是具有可操作性）通知债务人或其他义务人。例如，在某种情况下，通知其中一方，授予这个抵押受让持有者优先权，让其他受让者在其后再获得抵押权益。对该财产的优先权的设立，通常通过选择给出通知的时间来决定。

英国公司或有限责任合伙企业所授权的担保转让，或债权或应收账款的抵押，必须在担保设立之日起21天内到公司注册处进行登记，否则，该担保对清算要求或其他债权方无效。

股权抵押手续——在实际操作中，股权抵押通常以书面形式设立，立据为凭。担保受让持有方通常也会占有股权证书，以及担保提供方履行转让的股权转让表，但表中转让受让方具体信息保持空白。这让担保受让持有方对担保物权拥有强制权，可以独立升级担保物权至合法抵押物权（通过转让所有权给自己或自己指定的人），之后可以执行其法定和/或合同权利，出售该担保物权。

一项可以获取股权的抵押比较容易在没有做出担保物权通知的情况下出售给第三方。担保受让持有方对该股权证书的占有可以降低这种风险。但是，这并不能防止抵押方做出欺诈行为，声称证书丢失，从公司那里重新获得一份证书，替代原来的证书，以达到欺诈目的。衡平法股权担保的担保受让持有人也可以向法院申请，让法院对公司发出“停止通知”，保护自己免受错误股权处置行为的伤害。不过，在实践中这种处理程序已经很少见了。

《2003年〈融资担保协议2号〉条例》［the Financial Collateral Arrangements（No.2）Regulations 2003］替代了其他所有法规的法律效力，其中规定构成"担保物权融资担保协议"的担保权益应进行登记。这包含大多数金融工具的固定担保物权，这些权利本来可以直接在公司注册处登记。但是，对于金融工具或"相关权利"（比如股息权）浮动抵押的登记要求，该条例法律效力的替代程度还不明朗。根据该条例的规定，"担保物权融资担保协议"明确包含金融工具的浮动抵押，但是，只有担保财产被担保受让持有方占有或控制的情况下才有效。这往往不适用于浮动抵押的情况。

在实践中，英国公司和有限责任合伙企业授予的金融工具中的担保权益，包括股权，常常需要到公司登记处去登记。部分原因正是在于这些不确定因素。

4.关于上述担保有没有特别的法律规定？它们是针对房地产融资领域而制定的吗？

有，一些重要的法律规定列举如下：

（a）《1925年财产法》第52（1）款要求对土地合法抵押的设立必须立据为凭。依据《1925年财产法》第1（2）（c）款，即使所有权没有转让给贷款方（因为它与其他资产的抵押捆绑在一起），这种担保权益形式也赋予贷款人同等权利，并设立对土地的合法权益。

（b）《2002年土地登记法》（the Land Registration Act 2002）第27条以及附件2第8段要求，对已登记地产的合法抵押必须在该已登记地产所有权的登记处进行登记。

（c）《2002年土地登记法》第29条、第32条及第33条要求，对已登记地产合法权益的衡平抵押或固定押记必须通过登记该物业所有权公告的方式来获得保护。

（d）《2002年土地登记法》第32条规定，浮动押记可以通过登记对相关所有权抵押登记公告的方式来获得保护。在实践中，浮动押记大多采用这种方式，前提是借款人在未经贷款人同意的情况下有更多自由裁量权处理作为浮动押记标的物的财产。

（e）依据《1925年财产法》第85（1）款和第86（1）款，第一顺位抵押权的持有方有法定权利占有产权证。虽然第一顺位抵押权不一定有权处置产权证，衡平押记或后续顺位合法抵押权的受让持有人也可以取得产权证，如果产权证可以取得的话。在实践中，第一顺位抵押权受让持有人将

取得处置权。

5.如果以上问题的答案都是肯定的，那么申请时必须满足哪些实质要件和形式要件呢？随后会产生哪些优势或好处呢？

正式要求包括在公司登记处登记担保项，以及地政登记处（见上文）针对该物权相关限制的公告。这将保证该担保在英国法律下有法律效力，第三方将注意到该项担保关系。

6.担保了哪些债务？担保多少额度？在发生争议的情况下，主债务的更新会导致对原债务的担保维持/消失吗？

依据英国法律，所有当前和未来的金钱债权可以被担保，无论是实际债权还是或有债权（比如，反担保项下对债权人偿还的债务）。没有必要具体指出最大金额或到期日。

被担保的债务（通常称为“担保负债”）要么是“一级款项”，要么指特定负债。如果该担保是“一级款项”，那么担保提供方（和/或第三方）对贷款方的所有负债和义务都在该担保物权担保范围。此外，借款方对贷款方额外负债的设立也将被担保，无须修订担保文件或取得额外担保关系。

但是，如果该担保是针对特定负债设立的，这意味着只有担保提供方（和/或第三方）欠贷款方的特定负债和义务（如相关担保文件中所定义的）是由该担保项担保的。

如果基本债务发生变化，那么除非担保权益也发生转让，否则担保关系需要按照担保文件条款和作为衡平赎回（担保人偿还债务后收回作为抵押标的物财产的衡平权利）的衡平法则应解除，因为担保人对该担保项受让方的贷款方不再有未偿还的债务或未履行的义务。例外情况如下：

（a）该担保物权是被贷款人委托的担保受托方持有；并且

（b）贷款协议提到贷款方把继承人或转让人也包括在内。

在这种情况下，一旦基本债务转让给了新的贷款人，现有的担保项会继续有效，并由担保受让方指定的对象持有，受惠方为新的贷款方。

7.如果原始贷款协议终止后，有可能“转移”这类担保（对物担保）以对其他债务进行担保吗？

现存担保是否能作为原始贷款协议规定之外负债的担保，取决于在该担保文件中受担保的是什么。如果担保文件担保的是担保提供方对贷款方的所有债务和义务，那么现有的担保是有可能作为担保物权担保原始贷款协议之外的负债的。但是，如果受担保的负债仅限于原始贷款协议中规定的那些负债，那么担保受让方就不可以使该担保物权用于担保该贷款协议条款之外的任何债务。

8.股权质押给了质权人什么权利？对于该权利的执行有没有争议？

赋予质权人的权利取决于质押文件的条款。通常，质权人在执行时有权将股权转到自己名下，并有权行使投票权和接受股息。如果抵押立据为凭的话（适用《1925年财产法》第101条中默示的权利），或者在质押文件中授予了那些权利，那么质权人也有权行使出售权，并指定接收人。

在实践中，很少有质权人将股权转移到自己名下，因为如果那样，他/她就成了登记持有人，因而要对所有与该股权相关的未偿还债务负责。

要了解设立股权抵押的实质要件，请查看对以上问题5的回答。

9.设立这类担保或取消这类担保需要承担什么税费？

在英格兰和威尔士设立对物权担保，依据英国法律，不需要缴税。在公司登记处和地政登记处登记财产权益时，抵押人按要求支付登记手续费，但这些费用很少，并且与房地产的价值无关。

10.在发生违约时，如何执行物权担保？

接管 固定抵押受让持有人可以指定接管人。

依据《1925年财产法》，通常可以指定一个抵押物权的接管人为“《财产法》法定接管人”，或者依据抵押文件条款为“固定抵押接管人”。有时，术语可互换，但是可以指定《财产法》法定接管人的情况必须符合《1925年财产法》的相应规定。因此，在现代担保文件中，通常贷款人有权在约束不严格的情况下指定一名固定抵押接管人，从而给予接管人《1925年财产法》中规定的《财产法》法定接管人的全部权利，加上担保文件中包含的额外权利。

接管人的基本作用是保障所欠抵押受让人的债务得以偿还，通常是以出售被抵押物权的方式实现。该过程并不是为了所有债务人的整体利益，其中也没有法定延期或中止的规定。

管理 此外，合格浮动抵押受让持有人可以指定一名管理人，代表借款方的全体债权人的最佳利益行使职责。

合格浮动抵押的基本特征如下：

（a）该抵押约定中必须有条款赋予受让持有人可以指定一名管理人的权利；并且

（b）该项抵押（或其他抵押一起）必须与公司的物业整体或大致整体相关。

11.当借款人的债务重组时，担保会自动保留吗？

通常，担保会保留，直到债务清偿之后，担保关系才正式解除。

但是，可以批准一项安排计划（“计划”），绑定有担保和无担保的债权人，用计划方式替代通常做法。

计划是指一项法定流程，允许公司制定一项安排或与其成员或债权人（或每个层级的债权人）协商，在这些成员或债权人必要多数通过，或法院批准的情况下，将他们的相关权益捆绑在一起，无论他们赞同还是否定。相关法律见《2006年公司法》第26节（第895～901条）。

采用“计划”绑定债权人，需要符合以下条件：

（a）债权人批准，或者如果“计划”涉及超过一个层级的债权人，则需要每个层级的债权人在法院召集会议上批准。计划被看作是债权人批准的计划，条件是：在相关会议上，该计划受到债权价值占到75%到场投票债权人（或债权人层级）的支持，无论是亲自还是委派代理人到场投票。并且

（b）计划通过正式听证会获得法院支持，法院判令副本已在公司登记处备案。

《2006年公司法》没有关于“计划”主题方面的指示，因此，任何提议都由公司与其债权人通过协议决定。显然，“计划”不要求公司必须处于破产状态，并且经常在破产情况之外采用，比如并购、收购和内部重组。

12.在不寻求管辖法院处理的情况下，银行有权直接或通过接管人强制执行抵押吗？

被担保的债权人可以通过指派接管人或（比较少见）行政接管人在法院流

程之外执行担保。执行没有法定期限，在很大程度上视谈判程度和审慎的前期约定而定（请参见问题13）。

接管人是被指派接管特定抵押财产的。而在接受担保的债权人持有全部或几乎全部公司财产作为抵押物，并有权运营公司的情况下，会指派行政接管人。而行政接管人的主要职责是对接受担保的债权人负责。

作为《2002年企业法》引入的一项改革，2003年9月15日后设立的浮动抵押的受让持有人不可以指派行政接管人，除非符合法定特例。这些特例包含的浮动抵押关联的领域包括：公-私合伙、公共事业、项目金融和特定金融市场。

如果抵押符合其中一个特例，或者是2003年9月15日之前的抵押关系，那么也仅在公司违反债务条款的情况下，才可以指派一名行政接管人，使受担保债权人可以行使担保权。行政接管人，虽然是公司的代理，其主要职责却是重新获取足够的资产以偿付债权持有人。

拥有“合格浮动抵押”的受担保债权人也可以指派一名管理人（也可以不通过法院直接进行操作）。

对于公司的物业，有两个或两个以上的抵押受让持有人（每人有一项或包含一项浮动抵押），层级低的抵押受让持有人如果想指派一名管理人的话，必须提前至少两天通知有优先权的受让持有人，或者得到他们的书面同意。判例法已经确认，即便层级较高的受让持有人的抵押还没有到可执行的程度，也必须进行通知。

13.抵押执行程序开始后，平均执行期限是多长时间？

对于抵押执行，通常没有法定期限。

指派接管人后，整个期限在很大程度上将视以下情况而定：

- 双方谈判的程度以及审慎预派接管人的情况；以及
- 接管人兑现资产抵押物权的时间，和使用进款解押所欠抵押受让持有人债务的时间

相比而言，如果委派任命生效日期在一年的年末的话，则指派管理人的方式不起作用。不过，法院也可以在适当情况下延长管理人的职责期限至特

定期限。

14.公共/税务部门的债权会被赋予最惠待遇吗？公共/税务部门对财产的债权优先于作为该财产抵押受让方的第一顺序的贷款人吗？

除了涉及保存和兑现固定抵押财产（包括与这些财产相关的办公人员费用）的成本之外，关于出售这些财产而得到的进款，受担保的固定抵押受让债权人之上没有其他优先债权。

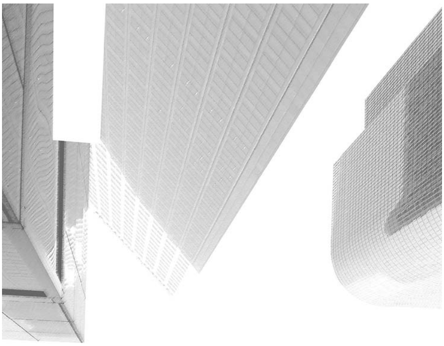
除了涉及保存和兑现浮动抵押财产的成本之外，受担保的浮动抵押受让债权人之上有某些特定优先债权。这些优先债权是优先债，以及对规定部分之外未受担保债权人的偿付款。由于立法方面的变化，确有一些优先债需存在。这些债包括欠职业养老金计划的款项（未支付的缴款）和欠员工的赔偿（特定金额）。《2002年企业法》废除了国家优先权，包括欠税务和海关部门的税费，以及各式各样的社会保险费。

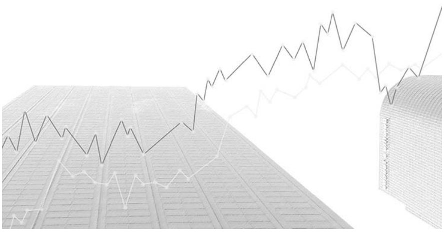
---

1. 由纳巴罗律师事务所（Nabarro LLP）撰写。纳巴罗律师事务所是一家以积极务实著称的公司法律师事务所。他们服务于许多行业领域和法律专业领域，目标专一：无论情况多复杂，尽可能清晰准确地提供最高质量的法律意见。纳巴罗律师事务所拥有104个合伙人，300多名律师，为国内和国际的大客户提供广泛的公司法服务。律师事务所总部位于伦敦中心区，办公地分布于迪拜、新加坡、谢菲尔德和布鲁塞尔。此外，纳巴罗律师事务所与国际联盟律师事务所网络建立了长期合作关系，进行跨领域合作。其专业的银行业、金融和重组团队可以为客户提供专家咨询意见，领域包括：房地产金融、私人融资和项目融资、并购金融、资产金融、基于资产的借贷、伊斯兰金融、财政金融和银团贷款、中间融资和其他结构性信贷产品、债券组合收购、清算、公司重组和交易规划等。

第十一章

法国[注]





1.贷款方会要求借款方提供什么样的担保？

- 抵押和特殊不动产权利
- 无形动产质押
- 提供保证
- 安慰函
- 让与财产作为担保
- 让与专业债权
- 信托

2.哪些法律规定适用于此类担保？

抵押（法语为“**hypothèques**”）《法国民法典》（the French Civil Code）第2393条及以下规定，抵押赋予债权人（已经进行了登记）在债务人违约的情况下出售债务人的财产，即使第三方占有该财产，或者成为不动产的所有者的权利，以担保其债权。

抵押可以是约定的（《法国民法典》第2393条）、法律规定的（《法国民法典》第2396条），或司法裁判的（《法国民法典》第2412条）。

抵押是一种从属的、不可分割的、不丧失占有权的权利。抵押的担保人应当是财产的所有者并且拥有合法的让渡权。

抵押可在不动产及其所有附属物上以及该不动产和附属物的用益权和虚有权上登记（《法国民法典》第2397条）。抵押也可以登记在地上权和永佃权上。它适用于所有者或第三方对不动产进行的任何改进。

原则上，抵押必须被登记在现有的不动产上，而不能登记在未来的不动产上。但法国法律规定了三个例外（《法国民法典》第2419条和第2420条）：

- 如果现有的不动产不足以担保债务并且双方签署声明指出了这种不足，则债务人可以提供其未来的财产的抵押
- 当抵押的财产在损毁后不足以担保债务时，债权人可以取得对于债务人的其他财产的另一项抵押
- 债务人可以授予已经开始建设的不动产的抵押，或者如果债务人已经有权这样做

关于约定抵押，抵押合同必须采用书面形式并且经公证人公证。只有履行这种程序才能让抵押生效。

此外，抵押在登记之日设立。实际上，抵押还必须对外公布才能对第三人强制执行（《法国民法典》第2425条）。这个要求通过在相关抵押登记簿上登记来满足（Conservation des hypothèques/Livre foncier in Alsace-Moselle），并且必须注明授予抵押的不动产、引起登记的债务文件、担保的应收账款及其附件（《法国民法典》第2426条及第2428条）。

2006年3月23日的2006-346号条例引入了两种新的约定抵押：

- 房产价值释放（《法国民法典》第2422条，法语为hypothèques rechargeables）。这种抵押允许债务人提供抵押，并再次利用该抵押来担保最初担保的债权之外的债权

- 反向抵押［《法国消费者法典》（the French Consumer Code）L 314-1款及L 314-2款，法语为prêts viagers hypothécaires］。反向抵押是一个合同，根据该合同，银行或任何其他金融机构同意以一次性放款或分期放款的形式为借款人提供贷款，通过借款人的财产（其住房）抵押作为担保，在借款人死亡之前或处置或分割抵押的财产（如果发生在死亡之前）之前，不能要求偿还本金及其利息

此外，上述条例规定，抵押现在可以覆盖超过一项现有或将来的债务（《法国民法典》第2421条）。而且，授予抵押是为了担保公证书中规定的债务金额（《法国民法典》第2423条）。

对于担保的财产及附属物的金额，该担保对债权人赋予优先权（《法国民法典》第2193条）。

如果应收账款因转让协议或发生继承而被转让，抵押应跟随担保的应收账款，抵押权人保留其权利。而且，这种转让必须进行公布。

希望购买被授予抵押权的不动产的第三人，可以选择不支付买价并提议担保的债权人以支付一定的债权金额来替代取消抵押（《法国民法典》第2476~2478条）。债权人可以接受或拒绝该提议。债权人有40天的时间来要求公开拍卖不动产，提出较第三方建议的价格高10%的价格。如果没有额外的供应，债权人必须购买该不动产，第三方被视为从未作为所有者。

最后，抵押在以下情况下消除，注意进行区分：

- 登记失效：债权人可以更新登记，但是如果债权人未能及时这样做，抵押仍然存在，但不可对第三人执行（《法国

民法典》第2436条）

- 全部或部分登记（《法国民法典》第2440条）。取消可由放弃其担保（应收账款仍然存在，但抵押不存在）或其应收账款的债权人进行，也可以经司法裁判取消
- 应收账款的消除：担保跟随应收账款。但是如果仅有部分应收账款消除，抵押对整个不动产继续存在
- 根据《法国民法典》第2476～2487条，判定由第三人取得不动产

特殊权利 《法国民法典》第2373条及以下规定了对不动产的特殊权利。

第2374条中提及的债权人（例如，收取不动产价款的卖方，为购买不动产融资的贷款人，以及这些担保的继承人），对于它们的应收账款的相等金额拥有优先于其他债权人的权利。债权人必须履行一些程序，特别是要在一定的期限内登记其权利。

无形动产质押（法语为“**nantissements de meubles incorporels**”）《法国民法典》第2355条及以下规定，质押是一个合同，根据该合同，无形动产被提供给债权人或第三方，并被双方约定作为偿还债务的担保。质押包括质押债务证券。

关于股权质押或企业无形资产质押，没有明确规定。但是，这些质押的确属于《法国民法典》第235条及以下所规定的质押的种类。但是对于股票账户有明确的规则，并经2005年2月24日的条例（该条例替代了2002年6月6日关于财务担保合同的共同体指令）及2009年1月8日关于金融工具的条例修订。

这些质押的根据是账户，而非账户中所包含的股权。

质押对双方有效，但也通过账户所有者签署的声明对发行公司和第三方有效（《法国货币和金融法典》（the French Monetary and Financial Code）第L 211-20 I款）。必须签署这种声明才能让质押生效。

此外，对于租金收入的质押没有明确规定。租金收入质押是法国法律下可以采取的一种担保，但不属于《法国民法典》第2355条及以下规定的质押种类。

有担保的债权人对于该账户有优先权（《法国货币和金融法典》第L 211-20 IV款）。

对于账户质押，质押适用于质押之日该账户的贷方余额（《法国民法典》第2360条）。

债务证券质押包括保单质押［《法国保险法典》（the French Insurance Code）第L 132-10款］。

质押人对其债务人的债务人有对物权。质押可以涵盖一个或一个以上债务证券；现有的证券（例如租金收入）及未来的证券（即将进行的出售，或公司未来的利益），即使其存在尚未完全确定（《法国民法典》第2356条及第2357条）。质押可以涉及整个债务证券或仅涉及其一部分，除非债务是不可分割的（《法国民法典》第2358条）。

债务证券质押需要双方签订正式合同，否则合同无效（《法国民法典》第2356条）。

质押合同自其成立之日起可对第三方执行（《法国民法典》第2361条）。在告知债务证券的债务人存在该合同时，该合同可对债务证券的债务人执行，除非该债务人直接参加了该合同的订立（《法国民法典》第2362条）。

该债务人被告知该合同后，其因此可以合法地向质权人偿还债务，而不再向其原债权人偿还债务（《法国民法典》第2363条）。

与债务证券相关的支付被从担保价值中扣除。另一方面，质权人应当将这些支付存入一个存款账户中，并且如果债务证券被执行且超出质押的债务证券，应当向债务人支付差额。如果债务人违约，并且在正式通知后8天内未获得回应，质权人可以在未偿还的债务的金额范围内没收存放的款项（《法国民法典》第2364条）。

“提供保证”（法语为“cautionnement”） 法国法律规定了这种保证，涉及三方当事人：债权人、债务人，以及就原始债务为债权人提供保证的第三方即保证人。换句话说，保证人在债务人违约时应偿还债务（《法国民法典》第2288条）。

即使《法国民法典》没有强制规定，在公证人的见证下签署保证协议也是可以的，这有助于证明这个法律行为的存在及其有效性，并且使其能够对第三人执行。否则，需要履行某些程序，如保证人的书面形式，除非其作为其业务活动的一部分包含该合同中。规定须由消费者完成的关于保证的

其他程序，详见问题4。

保证可以是单纯的或连带的。如果债权人有义务用尽主债务人的财产，保证就是单纯保证（见《法国民法典》第2299条）。单纯保证要求必须为向债权人偿债而扣押并变卖主债务人的财产，并向债权人提供为执行这一程序而需要的足够费用（《法国民法典》第2300条）。

此外，如果是单纯保证，保证人有“分割”权。也就是说，如果同一债务有超过一个保证人（以下简称“共同保证人”），各保证人——一般对整个债务负责——要求债权人分割其要求，以使各保证人仅承担其债务份额。

对于连带保证，保证人应当明确同意承担连带责任，除非其作为业务活动的一部分承担保证，在这种情况下，该保证人被视为承担连带责任。

安慰函 这是《法国民法典》第2322条规定的一种作为或不作为以支持债务人履行对债权人的债务的义务，被称为“lettre d’intention”。这种支持可能是偿还债务或达成商业目的的“君子协议”。

安慰函不适用于原债务，并且与保证既不相同也不类似。

让与财产作为担保 为了担保债权，债务人可以选择将其一项或一项物品的所有权让与其债权人。如果债务人偿还了其债务，债权人必须将该物品的所有权归还给债务人。如果债务人违约，则其允许债权人保留该物品的所有权，但其应当限于应收账款的价值。法国法律规定了两种方式：带赎回权的出售，以及担保信托。

后者包括让与专业债权。

让与专业债权（法语为“**Cession Daily**”） 让与专业债权是商业活动中采用最多的担保形式，这主要是由于其简单性和可行性。

根据《法国货币和金融法典》第L 313-23条，信贷机构可以选择要求其客户将该客户目前或未来的应收账款让与该信贷机构作为担保。

如果客户偿还了债务，应当将让与的应收账款归还给客户。

如果债务人违约，债权人——信贷机构——保留债权的所有权，自让与证书上注明的日期开始，可对第三方执行该债权，即使其他债权人享有优先权。执行该债权不需要其他程序。

在这方面，与传统的让与债权相比，让与专业债权非常有优势——传统的让与债权被认为很烦琐，因为一方面其被限于一次一笔债务，另一方面需

要由司法人员将这种让与债权通知其他债权人。

信托（法语为**“Fiducie”**） 在法国，信托（《法国民法典》第2011条及以下）也可以作为一种担保。债务人作为委托人将一项资产或一项以上资产的所有权转让给其债权人。其债权人是信托的受托人，如果债务人之后违约，其债权人也可以成为担保的信托资产的受益人。如果债务不再存在，债权人-受托人-受益人应当将信托资产归还给债务人-委托人。另一方面，如果债务人违约，债权人将获得信托资产的所有权，而债务人的其他债权人则不能获得该所有权。

委托人可以超过一个，受益人也可以超过一个。

信托的有效性取决于合同中提及的旨在保护委托人的两点：担保的债务，以及对于转让的不动产的价值的估计。

关于让与专业债权，通过信托转让债务在签订信托合同或其修订之日可对第三人执行。只有在债务人或受托人通知质押债务的债务人时，通过信托转让债务才可以对质押债务的债务人执行。

信托——作为一种担保——可以适用于除合同中最初提及的债务之外的其他债务。之后信托可以再担保并适用于新债务（《法国民法典》第2372-5款、第2488-5款）。

如果是在破产程序中，资产仍由破产债务人实质占有的信托与资产由受托人-受益人占有的信托之间存在差别。当受托人-受益人实质占有信托资产时，如果法官出于让债务人维持其业务活动的必要的考虑，可以允许债务人向受托人-受益人偿还款项以收回资产［《法国商法典》（the French Commercial Code）第L 622-7，II款］。这意味着相比之下，如果破产债务人仍实质占有资产，受托人-受益人受到的保护要差得多。实际上，在那种情况下，债务人并不需要必须偿还债务以收回资产。

3. 这些担保设立的形式要件是什么？

关于此类担保的形式要件，请参见上文问题2和下文问题5。

从上文可以看出，质押的范围并不是账户中的证券，而是账户本身。

股票账户质押是在向法人或第三方发出经账户持有人签署的声明后，在当事人之间设立的。

该声明应该包括同意质押证券账户，以及日期、质押债务的金额、账户要

素性质等信息（《法国货币和金融法典》第D211-20款）。

该声明是质押生效的一个条件。质权人具有优先权并且应主张对质押的证券的所有权，同时对于被质押的证券拥有合法的保留权（第L 211-20 IV款）。

“担保转让”对于股权质押的设立本身并没有这种要求，但对于股票账户有特殊要求（见问题2）。

4.关于上述担保有没有特别的法律规定？它们是针对房地产融资领域而制定的吗？

关于保证，当涉及不动产融资时，法国立法更倾向于保护获得其合同义务信息较少的一方。

特别是在涉及不动产融资时，《法国消费者法典》第L 313～317条及以下条款针对自然人作为消费者的担保人，规定了一系列的规则。

关于特殊权利，法国法律在《法国民法典》第2373条及以下规定了贷款人的特殊权利。

关于抵押，法国法律在《法国消费者法典》第L 313-14～L 313-14-2款中规定了具体的规则，尤其关于可再抵押的抵押，以保护借款人和抵押的担保人，甚至在第L 314-1款中做出了关于反向抵押的规则。

5. 如果上述问题的答案是肯定的，要适用它们，所需满足的形式要件和实质要件是什么？这有什么优势或好处？

关于保证，在不动产贷款方面为消费者提供保证的自然人应当符合某些规定。

适用两个主要规则：应当告知保证人，并且保证人的义务应当适当。

告知 在履行贷款合同期间，贷款人必须向保证人报告债务人的特定偿还事件。该事件被定义为可能会被写入关于偿还事件的全国性文件中的事件。如果贷款人未能这样做，那么贷款人将无权主张从最初未报告事件之日起，到告知保证人之日间应付的罚息和违约利息（《法国消费者法典》第L 313-9款）。

保证人应当签署以下声明（并且仅限于以下声明），否则其作为保证人的义务无效（《法国消费者法典》第L 313-7款）：

“本人作为____的保证人，保证的最高总额为____，包括偿还本金和利息，以及____期间的罚息或违约利息。本人承诺，如果____到期未偿还该债务，本人将以本人自己的收入和自己的资产向贷款人偿还应付款项。”

如果保证人承担的是连带责任，那么应当在合同中明确约定上限，包括利息和其他相关费用。因此，禁止为不动产（或动产）贷款提供无限责任保证（《法国消费者法典》第313-8款）。

成比例 消费者不动产贷款的保证人是受到保护的，从而不会承担过度的义务：

“信贷机构不能从与自然人签订的这样一种信贷业务贷款合同中受益：在签订合同时，该自然人的义务明显与他的资产和收入不成比例，除非其保证人的资产能够让他去承担他的义务。”

如果保证人的义务在他被要求偿还债务时仍然是不成比例的，他对于信贷机构的偿债义务不可强制执行（《法国消费者法典》第L 313-10款）。

对于自然人保证人，保证不一定存在时间和金额上的限制。但是，获得这种保证的信贷机构，每年应当将保证债务的数额和截止期限告知保证人；如果在保证合同中没有规定截止期限，那么应当告知保证人，保证人可以随时撤销他的保证。

由以上内容可以看出，贷款人必须将债务人的偿债情况报告给保证人。

关于贷款人的特殊权利，其推定存在房地产购买协议和贷款。特殊权利涉及购买的房地产及其所有附属物（其中的建筑物）。它担保贷款金额以及按照贷款合同中约定的利率计算的利息，并适用《法国民法典》第2432条中规定的限制。这些规则保护不动产融资中的贷款人。

关于可再抵押的抵押，法国法律倾向于保护房地产贷款中抵押的担保人。《法国消费者法典》第L 314-14-1款明确规定了反向抵押授予的房地产贷款的完成，以确保获得担保人的同意。

根据上述条款，保证人必须收到包含强制信息的抵押情况的文件。如果没有履行这些程序，将会被处以3 750欧元的罚款，并且贷款人会失去收取贷款利息的权利；在这种情况下，借款人仅有义务偿还贷款协议中规定的本金。

关于反向抵押，法国法律倾向于保护借款人免于反向抵押的构成所带来的风险：禁止游说（《法国消费者法典》第L 314-4款），宣传应当是全面真实的（《法国消费者法典》第L 314-3款），先前的要约必须提及贷款

的主要要素并且应当至少具有30天的有效期（《法国消费者法典》第L 314-5款和L 314-6款）。

借款人有10天的考虑期限，在此期间借款人不能对要约做出承诺（《法国消费者法典》第L 314-7款）。合同必须经过公证，否则无效。不遵守这些要求的行为是会受到刑事指控的犯罪（《法国消费者法典》第L 314-16～L 314-19款）。

6.担保什么债务？担保的金额是多少？在发生争议的情况下，主债务的更新会否导致对原债务的担保继续维持/消灭？

（1）对于抵押：对不同类型的抵押应当做出区分：

- 目前可以用抵押覆盖目前或将来的不同债务（《法国民法典》第2421条）。将来的债务应当是可确定的。确定的金额应当在构成抵押的公证书中写明，并且在抵押登记中注明；如果抵押在一个未确定的期限内涉及不同的未来债务，担保人可以随时在提前三个月通知后取消债务（《法国民法典》第2423条）。
- 可再抵押的抵押允许担保人利用抵押来担保新的债务，金额不超过抵押房地产的价值。此金额必须被写入贷款设立协议之中。但是，转抵押的金额能够高于最初担保的债务。新担保的债务是假设性的，因此债务是未知的，债权人的身份也是未知的，可以是最初的担保人，也可以是第三人。在最初担保的债务消灭之后，抵押依然有效（《法国民法典》第2422条）。

（2）对于反向抵押，标的物是获得贷款的房屋所有者的房地产。在抵押设立的时候，标的物的价值是未知的，只有在反向抵押合同终止时才得以确定，即借款人死亡时或抵押财产被出售的时候。在那种情况下，主债务的任何更新都会导致作为支持的反向抵押的消灭。

（3）对于保证：义务涵盖特定的主债务。合同中确定的保证义务不能在性质和数量上超过其覆盖的债务金额，但是可以覆盖其中一部分（《法国

民法典》第2290条）。

（4）对于无形动产质押，这类质押可以覆盖一项或者多项现有或将来的债权。例如，不同的租金收入、公司将来的利润、债务流等。

将来的债务尽管是潜在的，但是应当有一个“接近确定”的值。它也可以只覆盖一部分债务，除非后者是不可分的（《法国民法典》第2358条第1°款）。

但是，上述质押不适用于尚未知晓的债务，并且在所担保的债务消除之后不再适用。

（5）对于安慰函：安慰函不会让提供该函的人承担相同或者相似的义务。它是一种不附属于特定债务而附属于某个人的对人担保（通常是母公司对其子公司，或首席执行官对其公司）。

安慰函规定手段或结果方面的义务，而非债权的具体金额。

（6）关于让与专业债权，可以让与已指明或明确可指明的未来债务。

（7）关于特殊权利：它担保贷款金额以及按贷款合同中约定的利率计算的利息，并且适用《法国民法典》第2432条规定的限制，也就是三年的期限。

应当指出，破产过程中的转让计划不能认为是债务人债务的更新。所以，这种债务以及照此类推，担保原债务的保证，与先前一样继续维持。

7.如果原始贷款协议终止后，有可能“转移”这类担保（物权担保）以对其他债务进行担保吗？

（1）对于抵押：

- 可以转移担保现有或未来不同债务的抵押，但仅可替代在抵押时可确定的债务
- 可再抵押的抵押允许债务更新，也允许担保人的更新
- 反向抵押：不能“转移”

（2）对于质押：不能“转移”到未知债务。

（3）对于保证：不能“转移”。

（4）对于安慰函：在原债务变更的情况下，其义务对于安慰函提供者来说就不再具有约束力。

（5）对于让与专业债权：不能“转移”。

（6）对于特殊权利：不能“转移”。

8.股权质押给了质权人什么权利？对于该权利的执行有没有争议？

见上文问题2。

在股权质押合同正式成立后，债务人有直接向拥有保留权的质权人偿债的义务。如果债务人违约，这条规则就具有现实的重要性。

质权人有以下三个选择（《法国民法典》第2365条）：

- 质权人可以请求法院裁定他对质押的债务证券拥有所有权（《法国民法典》第2347条）
- 质权人可以按照允许这样执行的合同条款将质押的债务证券的所有权授予他人。但是在法院裁决启动破产程序之后或如果这项合同规定是在启动破产程序之后约定的，则本项选择不可用（《法国商法典》第L 622-7款）
- 如果质押被及时通知到债务人，质权人是唯一可以从质押中得到支付的人。这不是一种优先权，而是一种独占排他权（《法国民法典》第2363条）。将对质押的债务证券进行执行并偿债。如果得到的款项超过了质押的债务证券，质权人应向债务人归还相应的差额。

关于股权质押，在公司会议上的表决权属于股票所有人，而非质权人，并且年度利润分配属于质押担保人，而不是转移给质权人。

如果股票价值的减少是由于担保人的行为，质权人有权选择指定一名“管理层监督者”（observateur de gestion），以避免其证券的贬值。

如果金额降低，质押将消除，并且不适用于新发行的股票。债权人丧失其权利。

最后，关于股票账户抵押，可以参见上述问题2。

9.设立这类担保或取消这类担保需要承担什么税费？

对于抵押登记，适用0.70%的地籍税。这不适用于为了担保新债务而再次登记的可再抵押的抵押。但是，不论对于抵押的登记还是可再抵押的抵押的再登记，公证费用和抵押登记员的人工费用都是要支付的［《法国通用税法典》（the French General Tax Code）第844条］。

抵押的更新无须纳税。抵押的取消不需要纳税，但是需要支付抵押登记人员的人工费用。

对于每项抵押或特殊权利的登记，登记人员的人工费用都是应当支付的，支付额为担保的资产或债务价值的0.05%（《法国通用税法典》附件III第293条）。

10.如果发生违约，如何执行物权担保？

关于破产程序中的执行，请参见下述问题11。

除针对债务人的破产程序外，将适用以下一般法律：

（1）对于抵押：根据《法国民法典》第2458条和第2459条的规定，债权人拥有若干选择。债权人可以获得抵押房地产的出售权，并且通过变卖所得得以偿还；或者债务人可以获得司法裁判的抵押房地产的所有权；或者债权人可以通过其与债务人之间的常规协议获得抵押房地产的所有权：

- 出售抵押房地产（《法国民法典》第2458条）：债权人可以根据《法国执行程序法典》（the French Enforcement Proceedings Code）第R 321-5款催告其债务人偿还债务。此催告应于两个月内在抵押登记册上公布（第R 321-6款）。此催告登记后的两个月内将组织债务人的听证会（第R 322-5款）
- 然后法官可以命令私人出售房地产或直接强制出售（《法

律执行程序法典》第R322-15款）。如果选择了私人出售，新的听证会计划在四个月内进行，但可以延期三个月用于签订私人销售合同（第R 322-21款）。

- 销售所得会被存放在“Caisse des Dépôts et Consignations”（法国信托局）的一个锁定账户中（第R 322-23款）。

不同的登记抵押债权人对抵押财产的销售所得享有优先权，除非他们与债务人约定，销售所得将被用来偿还他们全部或部分的债权（《法国民法典》第2475条）。

根据《法国民法典》第2461条，房地产是与其附带的抵押和特殊权利一同转让的。除非拥有财产的第三方按照某种程序（《法国民法典》第2478条）赎回了其财产（《法国民法典》第2462条），只要债务没有被清偿有担保的债权人就可以行使其转售权（《法国民法典》第2464条）。

- 司法授予抵押财产：此程序受到限制，以保护债务人。所以，选择权对于债权人的主要居住地不是完全自由的（《法国民法典》第2458条）。

为了避免有担保的债权人的不当得利，财产应当经过由当事人或者法官指定专家的评估。如果评估出来的价值超过了抵押担保的价值，债权人须支付债务人相应的差价。如果有其他抵押债权人，那么差价应当被放入一个存款账户中（《法国民法典》第2460条）。

- 抵押财产的一般授予：同样的限制适用于财产司法授予（《法国民法典》第2459条）。

财产按照与司法授予一样的方式进行评估，并且销售所得应被作为保证金存放。但是，由于这种程序更容易执行，一般授权应当进行公证，并且协议应当进行土地登记（《法国民法典》第2460条）。

需要注意的是，如果债务人处于破产程序，那么不允许此一般协议（《法国商法典》第L 622-7 I款，参考第L 631-14款第1项，及第L 641-3款）。

（2）对于保证：根据《法国民法典》第2298条，只有在债务人违约的情况下，债权人有权就其债权要求保证人承担偿还责任。但债权人不能要求保证人在还款的最后期限之前还款。

在最后期限之后，保证人的保证责任仅限于债权人对债务人的债权，或者仅限于保证人提供的保证范围，后者可能会小于整个债权（《法国民法典》第2290条）。保证责任仅限于债务的本金，并且可能会包含或不包含债务的附属责任（如罚款）。如果保证责任没有金额限制，那么在保证人同意的情况下，它包含债务的附属责任（《法国民法典》第2293条）。

如果保证担保将来的债务，只有在保证取消之前产生的债务才是可以执行的。

如果原债务人违约，且保证人是自然人的话，债权人应当通知保证人。否则，债权人将失去从最初违约之日起到保证人收到通知之日的罚款和逾期利息的索赔权（《法国消费者法典》第313-9款及第L 341-1款）。

（3）对于无形动产的质押：如果原债务人违约，债权人有以下三种选择来执行其债权（《法国民法典》第2365条）：

- 司法授予质押的债务证券的所有权（《法国民法典》第2347条）
- 常规授予质押的债务证券的所有权，如果针对债务人启动了破产程序，这种授予还受到与抵押所存在的上述相同限制（《法国商法典》第L 622-7款）
- 在最后期限之后，质权人是唯一可以从质押中得到支付的人。这不是一种优先权，而是一种独占排他权（《法国民法典》第2363条）（参见问题8）

11.当借款人的债务重组时，担保会自动保留吗？

理论上说，在发生破产程序的情况下，担保会被自动保护，但是在法院做出进入破产程序的决定后是不能强制执行的。虽然如此，这些规则仍存在某些例外（《法国商法典》第L 622-21款）。

在发出启动此程序的通知后，担保应当在两个月内被列入破产程序中

（《法国商法典》第L 622-24条）。

如果遵守了计划中提及的或法院决定的承诺，则在计划强制执行期间，没有在此期限内列入程序的债权不能对债务人执行。在计划执行期间，这些债务对于作为自然人的共同债务人不能执行，或对提供对人担保的人不能执行，或对提供对物保证的人不能执行（《法国商法典》第622-26款）。

首先，应当对以下程序进行定义，以便最大限度地理解这些分析：

- “观察期”是进入破产程序后，准备破产计划的期间。这一期间的目的在于确定破产债务人的状况和可以选用的解决办法，如债务人的部分或全部业务活动的转让、破产管理或清算（《法国商法典》第L 622-1款）
- 在保护程序中，债务人在法院做出决定后会受到法律的保护，其债权人在此程序期间不能再针对债务人申请执行程序（《法国商法典》第L 620-1款）

关于破产程序中的债权登记的上述规则是不适用于保证人的。如果债权人不能单独对债务人进行执行，但只要保证人本身没有进入破产程序，债权人可以对保证人执行，要求偿还欠款。

享有优先权的债权人可以采取保护措施或者获得针对保证人的支付令，即使是在法院判决做出以后也可以采取上述措施。

即使债权人不能针对破产的债务人执行自己的债权，但保证仍然有效并且可对保证人执行。

从以上内容可以看出，如果保证人破产，债权人应当向针对保证人的破产程序主张其债权。不论保证人提供的是对物还是对人的保证，债权人都应当这样做。即使原债务人有偿债能力并且没有违约，债权人也应当进一步这样做。

在此方面，如果原债务人后来违约的话，债权人能够催告保证人偿还债务。

但是，如果作为自然人的保证人是破产债务人的共同债务人，或者已经提供了个人保证，或者已经在资产上设置了担保或转移了资产作为保证，那

么在“观察期”不能执行针对该保证人的债权，直至做出开始破产计划的判决或做出清算的决定。

在这种保护期之后，如果根据保证人的情况需要的话，法官甚至可以从债权再次可以执行时起允许保证人将偿债的最后期限至多延长两年（《法国商法典》第L 622-28款第2项）。

债权人可以在“观察期”针对保证人采取保护性措施，以避免保证人欺诈（《法国商法典》第L 622-28款第3项）。

保留权是上述禁止情况的一个例外。保留权不被视为担保，这让它们对于任何其他请求权具有优势，不论是具有特殊权利的还是有担保的请求权。但是保留权在观察期和执行计划期间都是不能执行的，除非保留的财产是业务转让计划的一部分（关于观察期和执行计划，参见《法国商法典》第L 622-7款；关于清算程序，参见第L 641-13 II款）。

- 在“观察期”，及保护或持续计划的执行阶段，如果财产上存在以下权利：特殊权利、质押或抵押，则担保财产的出售所得中的一部分被存入公共金融机构法国信托局的一个锁定账户中。在公布计划后，债权人根据他们各自的顺位得到偿还（《法国商法典》第L 622-8款）。

但是，受益于这些权利的债权人会在受益于后续债务的特殊权利的债权人之后得到支付（《法国商法典》第L 622-17款）而后者本身会在员工和比他们“拥有更优先特权的人”获得支付后得到偿还（《法国劳动法典》第L 143-10款、第L 143-11款、第L 742-6款及第L 751-15款）。

在“观察期”，不会有司法裁决认定质权的选择，以便保证平等对待债权人。如果担保的债务在破产程序的判决做出之前就已经发生了，在延续计划、破产管理或保护程序之后也不会进行裁决（《法国商法典》第L 622-7款）。

- 在清算程序中：抵押债权人应在有优先权的员工和破产程序开始后因程序要求而发生的程序费用之后、但是在后顺位的有优先权债权人之前得到偿还。

在清算中，不像在转让计划中，即使有担保的债权人没有获得足额还款，

财产的转让也应当包括担保物的回赎，由于其他债权人在他之前得到支付，这种情况更加可能出现（包括员工的“超级优先权”、破产的程序费用）。

如果一个破产公司的资产通过转让计划被转让给受让人，在财产带有为财产融资而提供给公司的信贷的情况下，附属于财产的担保将会一同被转让。

受让人应当在随后将仍然属于债权人的、已转让担保的金额支付给债权人。因为债权人在信贷偿还的最后期限时仍然有破产债务人未偿还的债权，转让资产实质上也是转让债务。

拥有保留权的债权人可以对受让人行使这种权利。受让人可以选择偿还债权人全部债权，而不仅仅是剩余的租金。

但是，原贷款人和受让人可以达成支配他们之间关系的协议。债权人可以选择撤销其担保（《法国商法典》第L 642-12款）。

对于质押：债权人可以在债务人的资产清算之前请求法院对质押的资产做出司法裁决（《法国商法典》第L 642-20-1款。

因此，在质押资产所有权方面得到司法裁决支持的有担保债权人，甚至可以在比其债权顺位高的债权人之前获得偿还。

最后，从破产程序开始之日起，利息停止计算，包括罚款和增加的费用，除非它们是产生于一年或一年以上的贷款合同或者源于一年或一年以上延期偿还的合同。作为共同债务人、提供个人担保或已经质押财产或提供财产作为担保的自然人，能够从这些规定中受益（《法国商法典》第L 622-28款）。

12.在不寻求管辖法院处理的情况下，银行有权直接或通过接管人强制执行抵押吗？

参见上文问题10及下文问题13。

13.担保执行程序开始后，平均执行期限是多长时间？

见上文问题10。

在一般法律程序中，从催告支付被登记时开始，执行程序一般不会超过12～15个月。

如果是在先破产，只有在“观察期”（持续6个月）之后才可能执行担保，并且在债务人、接管人或公共检察机关提出要求后可将“观察期”更新一次（《法国商法典》第L 621-3款）。

如果是延长的在先破产，执行的总时间不得超过两年。

14.公共/税务部门的债权会被赋予最惠待遇吗？公共/税务部门对财产的债权优先于作为该财产抵押受让方第一顺序的贷款人吗？

税务机构对动产拥有一般的和特殊的优先权。此优先权能够赋予债权人总是优先于担保，甚至是优先于抵押的权利（《法国民法典》第2324条）。

但是对于不动产，抵押债权人对于出售房地产的所得拥有优先受偿权。税务机构只是对于（在抵押债权人受偿之后的）剩余的价值（这属于动产）具有优先权。

为了有效追回直接税收，税务机构拥有作为特别担保的两项不同的优先权。

其一，《法国通用税法典》第1920条规定的一般税收优先权可对动产、企业无形资产和其他剩余资产（如现金、不动产的租金收入和其他收入，只要它们没有被转让给第三人，并且不动产上没有在先扣押权；在优先债权人获得担保的足额偿还之后剩余的现金）执行。

其二，《法国通用税法典》第1920条第2.1°款和第2°款中规定的特别税收优先权对于不动产的收获物、租金收入和其他收入都是可以执行的。特别优先权对税务机构赋予了转授权。根据转授权，他们能扣留不动产的所有收入，即使不动产已被私人出售或司法出售。

如果这些收入没有进行合法的转让，通过第三方通知就能让第三方直接获得这些收入，不论获得的收入是否被存放在锁定账户中。

但是，税收机构的优先权存在一些例外：实质上占有资产的债权人、保留信托资产的受益人，更优先的员工薪水、社会保障基金的优先权，关于程序费用的优先权（在破产程序之前及之后），以及其他一些优先权，如货物保存费用的优先权，机器和设备抵押，商业权证会优先于税收优先权以及（从以上可以看出）抵押债权人得到偿还。

---

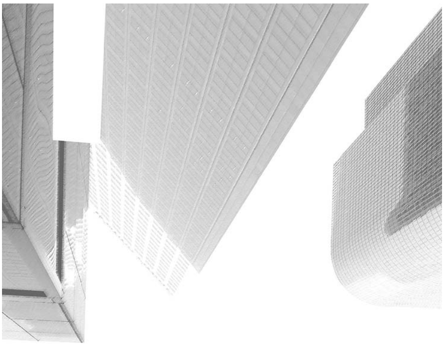
1. 本章撰写者包括：帕特里克·埃雷特（Patrick Ehret），法国公认的国际法专家，法国和德国律师，以及桑德拉·英格尔斯（Sandra Inglese），法

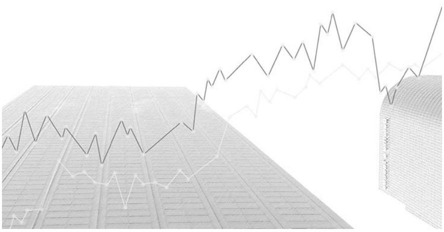
国巴黎和斯特拉斯堡Schultze＆Braun律师事务所律师。Schultze＆Braun律师事务所擅长：重组（包括重组计划），风险和投资组合管理（包括受托人结构和债权池），不良兼并和收购（包括不良贷款），劳动和就业法律，跨国破产法，责任问题（包括重新确定为衡平、衡平居次，及逃避）。Schultze＆Braun律师事务所是西欧顶级的业务恢复、破产和重组专家之一，在德国、法国和英国拥有超过600名律师。

2. 《法国民法典》第2393条对“抵押”进行了定义。根据《法国民法典》第2393条的官方英译本，“抵押是为了债的清偿而分配的对于不动产的对物权。从性质上来说，它是不可分割的，存在于分配的所有不动产的整体上，存在于这些不动产中的每个不动产或部分不动产的整体上。抵押跟随不动产，不论如何结束。”（参见www.legifrance.gouv.fr/content/download/1950/13681/.../code_22.pdf）。

在《法国民法典》官方英译本后附的术语表中，地上权被明确归入“不可翻译的法语术语”。提供的解释/要点是“对于建筑物和农场的所有权，不同于并且独立于对土地的所有权”：永佃权被定义为对土地的世袭租赁（参见《农村法典》（Rural Code）第L 451-1款及以下）：它不仅赋予和平地享有世袭租赁的不动产，而且赋予对物权，让佃户有权改善土地并在土地上进行建设。

第十二章
德国[注]





1.贷款方会要求借款方提供什么样的担保？

在德国，人们理解的房地产金融是指融资购买或开发房地产。通常融资由贷款而不是股权资本构成，并且大部分偿付款不会源于物业产生的收入。贷款贷给特定目的的项目公司（SPV），该SPV由项目发起方持有，贷款方仅向该SPV主张偿还贷款。这个SPV经常依据德国法律成立一家股份有限公司（Gesellschaft mit beschränkter Haftung，GmbH）。贷款协议将包含关于物业最低价值的条款（例如，在贷款周期内，贷款不可超过物业价值的80%以及一定的收入保障比率）。交易文件包括贷款协议（包括分开的和本地的集团，如有）、一份债权协议、担保文件、利率对冲协议、一份从属协议（如使母公司注资偿付作为从属偿付），并且如果出现建设融资，则需要竣工和成本超额保证。针对物业购买而签署的协议受德国法律管辖，而融资文件（担保协议显然例外）常常受英格兰和威尔士法律管辖。

担保权益通常包括：

- 对物业的土地抵押，通常是以土地债务的形式进行［《德国民法典》（Bürgerliches Gesetzbuch）第1192条和第1113条[注]］
- 物业产生收入的担保转让（担保转让，参见《德国民法典》第398条）
- SPV的收款账户（视情况而定，可以是所有其他账户）的质押（《德国民法典》第1273条）
- SPV股权的质押（《德国民法典》第1273条）
- 由SPV母公司做出的担保

2.哪些法律规定适用于此类担保？

上述问题1中提到的担保类型主要由《德国民法典》、《土地登记令》（Grundbuchordnung）、《德国破产法》（Insolvenzordnung），以及《抵押期满没收出售法》（Zwangsversteigerungsgesetz）等法律进行规定。

作为通则，选择德意志联邦共和国法律之外的其他法律［就《欧盟破产程序条例》（the EU Regulation on Insolvency Proceedings）第13条来看是有利的］也是可接受的。尤其是，双方可以自由选择德意志联邦共和国法律之外的其他法律来调节银行账户的质押［适用《罗马规则I》（the Rome I Regulation）第14（3）款规定的合同义务］、德国公司股权质押［同上第14（3）款］、物业产生收入的担保转让［同上第14（1）款］，以及SPV的母公司做出的担保［同上第3（1）款］。但是，如土地债务这样的土地抵押，则必须受德国法律管辖，正如根据《德国国际私法》（German Private International Law），物业权益受物业所在国法律的管辖［《德国民法典实施法》（the German Civil Code）第43条］。

3.这些担保设立的形式要件是什么？

要设立土地债务，需要符合以下要求：第一，必须有担保合同（Sicherungsvertrag）。协议中规定哪个（些）债权受担保、担保条件，以及贷款方执行担保的方式。第二，必须包含一份设立土地债务（dingliche Einigung）的协议（《德国民法典》第873条）。两份协议必

须包含在一份契约里，不要求特定形式。但是，如果设立土地债务的协议经过有权认证契约的公证人或公权机构（市政厅）认证的话，那么土地登记手续仅需在土地登记处登记土地债权即可（《土地登记令》第19条）。在非常特殊的情况下，设立土地抵押的协议需要公权机构的同意（《德国民法典》2014年第73版评注第873条18～25款）。第三，土地抵押必须进行土地登记（《德国民法典》第873条）。土地抵押的优先权不会受以下情况影响：受担保债务的任何部分已经提前偿还，或者尽管受担保债务根据《德国民法典》第1179a款已经全部偿还后，第三方债权人有权消除低级别土地抵押，受担保债务未偿还金额适时减少。

收入的担保转让要求：第一，担保协议结论。第二，双方必须就要转让的特定可识别收入达成一致。这是一个关键要求，因为根据德国法律，一项资产如果在签订担保协议时不可确定则不能存在，如果在随后的担保期间不可确定则也不能存在（这称为标的物确定原则，Bestimmtheitsgrundsatz），所以该项资产的某项担保权益则也不能存在。受德国法律管辖的债权的担保转让可以由该债权的法定持有人独自设立，受现存第三方权利的制约，没有特定形式要求。该担保转让无须通知借款人的债务人。德国法律管辖的债权有可能无法转让，或转让必须根据债权人和义务人之间的协议做出限制或排除。如果受转让债权源于两个公司之间的交易（Kaufleute），那么仅凭一份合同协议不能有效阻止该转让。尽管如此，无论该转让被交易双方排除或限制，向转让人就该债权所做的支付将抵销该债权相应的金额。

银行账户或公司股份的质押要求：第一，需要订立担保协议。银行账户或公司股票的质押仅可由账户的法定持有人或该股份持有人分别设立，受现存第三方权利的制约。该质押作为附属担保权益，协议中必须明确约定受担保的债务。账户质押的形式并没有特别要求，而有效设立公司股权质押则要求对标的股权的质押协议进行公证［《德国民法典》第1274条第1款；《德国有限责任公司法》（the German Act on Limited Liability Companies）第15条第3款］。第二，协议事宜必须相应地通知相关账户的银行（通常该银行批准融资贷款）或者公司（《德国民法典》第1280条；《德国有限责任公司法》2012年第18版，第15条97段）。除非得到该账户银行豁免，该质押权益将排在有利于该账户银行对该账户相关的留置权之后，根据该账户银行的标准条款操作。除非得到该账户银行豁免，该银行账户的质押不限制该账户银行的其他法定权利，如银行根据与账户持有人之间协议的授权冲销或扣押资金的权利。根据德国法律，质押构成附属担保权益，取决于受担保债务的状况，并在受担保债务完全解除抵押、清算或更新后自动期满。

一项担保约定仅需要双方协议，其中一方同意对另一方的一些现存或未来

债务做回应，并且担保人的担保义务是对主债义务的补充而不是代替。可以选择适用的法律，没有特定形式要求。如果选择德国的担保契约（Bürgschaft）而不是担保约定（guarantee），情况会有不同。如果选择前者，需要采用书面形式的协议（根据《德国民法典》第766条）。这种不同，加上担保契约的附属性质，会导致担保约定成为最广泛应用于物权融资的个人担保形式。

一般来说，依据德国判例法，为担保目的而受转让担保品的价值不可以过分超过被担保的债权。如果担保物价值大大超过被担保债务的名义金额（评估参照担保物被授予时的定价），那么违犯法律规定所设立的担保将被视为无效［帕兰特（Palandt）和埃伦伯格（Ellenberger）《法典评注》第138条第97段］。

4.关于上述担保有没有特别的法律规定？它们是针对房地产融资领域而制定的吗？

没有。德国法律没有特定制度对物权融资进行规定。

5.如果原始贷款协议终止后，有可能“转移”这类担保（物权担保）以对其他债务担保吗？

根据一般原则，双方共同决定担保的范围。特别是，双方可能就比如对某些或所有债务的担保物之类的特定担保行为达成一致，而该债务为产生于借贷双方业务关系之外的债务（帕兰特和埃伦伯格《法典评注》第1191条第19段、第44段，关于土地债务的规定）。一般在某种程度上受到附属担保法规的制约（如地产抵押、质押和担保契约），这取决于被担保的债务必须在订立协议时即明确定义。附属担保在受担保债务完全解除抵押、清算或更新后自动期满。有关受担保债务的债务重组或后期其他形式的改变需要更新合同。更新或改变需要更新协议这一点是附属担保形式的主要不足之处。技术上，订立新协议可能很容易，然而，对规避破产情况下特定交易的法规开始重新进入“越来越严厉阶段”，这对借款方被判破产情况下的规避措施有了更高的风险承受能力。

6.股权质押给了质权人什么权利？对于该权利的执行有没有争议？

在发生违约时，除非该股东同意采取其他不同执行方式（如非公开出售），质押受让方可以依据《德国民法典》第1277条的规定拍卖股权。该股东同意采用不同执行方式的协议不能在质押权益变得可执行之前订立（请查看帕兰特和埃伦伯格《法典评注》第1277条第3段）。质权人可以

不行使投票权或否决权，或其他该股东的行政权利［请查看勒特（Lutter）和霍姆尔霍夫（Hommelhoff）《法典评注》中第15条第99段Bayer部分］。在没有协议的情况下，质权人也不会参加每年的利润分配（参考同上）。据了解，此类权利可以单独分开转让或适用独立质押。

反对将股东权利通过合同授予质权人的主要争论为：如果这么做了，他们的贷款可能被重新划归为净资产。重新划分需要（a）如果该质权人被判破产的话（根据《德国破产法》第39条第1款），要求出质人偿还贷款的债权将依法成为附属债权，（b）该债权的担保不再可执行，并且（c）早于破产申请提交前一年的贷款人/质押受让方收到的还款不得不返还破产管理人（根据《德国破产法》第135条第1款）。重新划归的严重后果解释了为什么机构贷款方完全避免行使股东权利。

7.设立或取消这类担保需要承担什么税费？

设立担保不需要承担税费。在土地登记处进行土地抵押登记需要缴纳适当的税。实现担保权益一般会产生收入税（个人所得税或公司所得税），以及营业税。依据德国法律，在特定情况下，尤其是当借款人是法人公司时，或其注册地根据德意志联邦共和国不符合双重收费协定，借款人可能被强制扣留部分金额以进行纳税。但是，如果贷款方依据相关贷款协议，并没有受到在德意志联邦共和国的不动产的担保，那么情况就会不同。房地产在丧失抵押权出售时会产生诉讼费用。

8.如果出现了违约，如何执行物权担保？

由于没有允许非公开出售的协议，土地抵押权益依据物业抵押期满出售（Zwangsversteigerung）的法律规定，通过抵押期满出售的方式来实现。公开拍卖是核心。银行账户质押通过转移该账户内的款项来执行权益。只有银行拒绝转移款项的情况下才需要法院命令（如果账户银行同时也是提供资金的银行的话，这种情况一般不会发生）。由于没有允许非公开出售的协议，股权质押权益通过公开拍卖实现（参见《德国民法典》第1277条）。地租的担保转让权益通过向该房地产的承租人发出面对面转让通知的方式来执行。如果承租人拒绝向贷款人支付，则必须进入民事诉讼程序了。

9.当借款人的债务重组时，担保会自动保留吗？

不一定。地产抵押、质押、担保合同类的附属担保权益在完全解押、结算或受担保债务变更后自动失效，需要签订新的协议。在土地债务、担保转

让和担保类的非附属担保权益情况下，结果取决于相关担保协议。在协议中，双方可自由规定是否让该担保覆盖未来债务，尤其是债务重组产生的还债义务。

10.在不寻求管辖法院处理的情况下，银行有权直接或通过接管人执行抵押吗？

没有。如果借款人没有明确同意抵押期满拍卖（强制拍卖）之外的其他实现抵押的方式，那么只能强制执行抵押期满拍卖。此项规定的目的是保护借款人不以低于他们物业价值的方式出售物业。德国法律没有提及接管人或类似角色。

11.担保执行程序开始后，平均执行期限是多长时间？

房产抵押期满拍卖（强制拍卖）按照法院的流程可能需要9~36个月。如果双方同意通过非公开出售方式实现担保权益，需要的时间就短很多。

12.公共/税务部门的债权会被赋予最惠待遇吗？公共/税务部门对财产的债权优先于作为该财产抵押受让方第一顺序的贷款人吗？

不会。《德国破产法》不认可任何优先权。尤其像税务机构这样的公权机构的债权不会被给予最惠待遇。那些机构对财产的索偿也不会排在作为该财产的第一优先债权人之前。最大的例外是土地税（Grundsteuer）。依据《强制拍卖和强制管理法》第3版第10条第1段，土地税在破产以及抵押期满拍卖的情况下被授予最惠待遇。

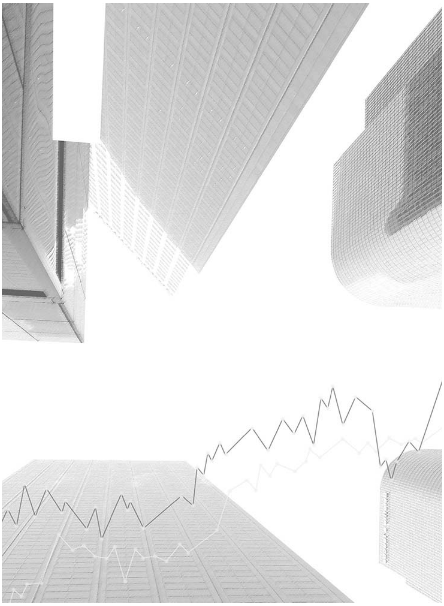
---

1. 由德国慕尼黑PLUTA Rechtsanwalts律师事务所的律师克里斯托夫·凯勒（Christoph Keller）博士撰写。

2. 根据德国法律，有两种类型的土地抵押，即地产抵押（《德国民法典》第1113条）和土地债务（《德国民法典》第1192条和第1113条）。地产抵押与土地债务不同，前者的设立需要有受担保的债权，并且如果经过偿还，受担保的债权减少了，那么根据法律，地产抵押关系的相应部分就不存在了。要用新的债权代替已经偿还而消除的债权来对应原先的地产抵押关系，就需要重新拟订一个新的协议。因此，地产抵押在担保权益的灵活性上弱于土地债务：前者只能用来担保在其设立之初就存在的特定债权，而后者则可以用来担保未来债权。因此，地产抵押在房地产金融当中起的作用很小。银行可以要求授予土地债务抵押。此章中提到的土地抵押

只有土地债务的形式。

第十三章
印度[注]



1.贷款方会要求借款方提供什么样的担保？

主要分为动产和不动产。不动产包括土地、建筑、任何依附于土地或永久固定于土地的资产以及不动产中的任何相关利益。由该不动产进行的担保为抵押。除不动产以外的均为动产，担保形式包括质押、担保契约和抵押。抵押可以是固定的或浮动的。知识产权和租赁收入亦属于动产。

2.哪些法律规定适用于此类担保？

见问题3的回答。

3.这些担保设立的形式要件是什么？

房地产方面的立法包括：《1872年印度合同法》（Indian Contract Act 1872）、《1882年产权转让法》（Transfer of Property Act 1882）、《1908年登记法》（Registration Act 1908）、《1963年具体救济法》

（Specific Relief Act 1963）、《1976年城市土地（最高限度和法规）法案》［Urban Land（Ceiling And Regulation）Act 1976］、《1894年土地兼并法》（Land Acquisition Act 1894）、《1872年印度证据法》（The Indian Evidence Act 1872）、《1899年印度印花税法》（The Indian Stamp Act 1899）、《2002年金融资产证券化和重构以及安全利益实施法》（Securities and Reconstruction of Financial Assets and Enforcement of Security Interest Act 2002）。

对于房地产融资担保，印度有具体的法律规定。在印度进行房地产融资的一种常见的筹集资金模式就是通过抵押进行贷款。转让人称为抵押人，而受让人称为抵押权人。当前用于担保的本金和利息称为抵押契约。《1882年产权转让法》规定的转让界定了印度各种不动产抵押贷款，如简单抵押贷款、附条件销售的抵押贷款、用益权抵押贷款、英式抵押贷款、权利证书托存抵押贷款，或根据各种交易性质不同而规定的非常规抵押贷款。
(注)对于印度的各种抵押贷款，可做如下简要说明：

抵押贷款

- 简单抵押贷款：在不需要提供抵押财产所有权证明的情况下，抵押人须个人支付抵押金额并明确或隐含地同意，若其未能按照合同支付，抵押权人有权变卖抵押财产，并在需要的情况下将销售收益用于支付抵押金。这类交易称为简单抵押，而抵押权人为简单抵押权人。
- 附条件销售抵押：抵押人表面上可以出售抵押财产，若在某一特定日期拖欠抵押款项，销售行为将成为绝对销售；而款项一旦支付，销售行为将无效，或者买方须将财产转移至卖方。这种交易称为附条件销售抵押，抵押权人为附条件销售抵押权人。但是任何交易不得视为抵押，除非相关条件已在实现销售行为或旨在实现销售行为的文件中得到体现。
- 用益权抵押：抵押人在将财产所有权明确或隐含地移交时，须将抵押财产移交抵押权人，并授权抵押权人在支付抵押款项前拥有该财产的所有权，并且可以收取财产租金

和收益或因该租金和收益而产生的任何部分利润，并将该租金和收益充作利息，或者支付抵押款项，或者部分充当利息，部分支付抵押款项。此类交易称为用益权抵押，而抵押权人称为用益权抵押权人。

- 英式抵押：抵押人须在特定日期偿还抵押款项并将抵押财产全部转让至抵押权人，但是须遵守如下规定：抵押权人同意在收到抵押款项后将财产重新转让给抵押人，此类交易称为英式抵押。
- 权利证书托存抵押：在如下任何城市的人，即加尔各答、金奈、孟买以及州政府认定的其他任何城市，可通过正式公告通知，并将产权文件移交债权人或其代理作为固定财产，其目的是保证其安全。此类交易称为权利证书托存抵押。
- 非常规抵押：除简单抵押、附条件销售抵押、用益权抵押、英式抵押、权利证书托存抵押以外，本章中的其他抵押称为非常规抵押。

《1882年产权转让法》规定了抵押人的权利和责任，如赎回权[注]、检查和出具文件的权利[注]、分别或同时赎回两项抵押的权利[注]、恢复所有权的用益权抵押权利[注]、抵押财产的增加[注]等。该法还规定了抵押租赁的更新，以及抵押人的隐含合同，如抵押人会保护抵押财产、抵押人会支付因抵押财产而产生的所有公共费用、抵押人会支付租赁中抵押财产的租金等。[注]另一方面，抵押权人的权利和责任也在该法中列出，如销售回赎权、抵押金诉讼权等。[注]关于解决抵押竞争权的“编组”有更多规定。通过编组，以多种资本采取各种处理债务方式的债权人须行使其权利，不得从另一个债权人处取得资本作为担保。此外，关于出资的要求对一抵押财产多股份的抵押人做出了规定，即各方应提供同等责任的基金用于支付债务，不得规避。[注]

股权质押

印度股权抵押如抵押品一样已经成为集资的一种常见方式或用于增加持有权或为兼并融资的一种术语。股权质押已经成为股市借贷人或中介用于从贷方如银行、金融机构等筹集资金的一种常见方式。

通过一般质押形式进行的转让受到《1930年产品销售法》（The Sale of Goods Act 1930）第30节和第53节制约，其中还包括股本抵押转让。还有其他相关法令，即《2002年金融资产证券化和重组及担保权益法案》（the Securitization and Reconstruction of Financial Assets and Enforcement of Security Interest Act 2002）、《1992年印度证券交易委员会法案》（the Securities and Exchange Board of India Act 1992）、《1996年存储法案》（the Depositories Act 1996）、《1956年担保合同监管法》[the Securities Contracts（Regulations）Act 1956]、《1956年公司法》（the Companies Act 1956）等，此类法令专门处理与股本转让包括股本担保抵押和其他各种关于执行和实施方面的规定。

固定财产相关租赁收益的转让与非常规抵押类似，因此须受到《1882年产权转让法》相关规定的制约。

作为收益的租赁收入的质押受到上述一般抵押所述相关法律规定的制约。

保单的转让基本上由《1938年保险法》第38节规定管理，其中规定对与保单相同的法律文件进行背书或在保单转让单独文件上签字。

因为在印度对于通过意向书形式的转让没有具体的立法规定，所以此种形式的转让一般受《1872年印度合同法》的一般性原则管理。通过担保形式的转让也同样受到《1872年印度合同法》规定的管理。该法案的相关规定针对赔偿和/或保障合同中相关权利和责任以及担保责任和义务的免除等。

4.针对房地产融资领域，上述担保有没有特别的法律规定？

详见问题5中回答。

5.若之前问题的回答是肯定的，其申请须满足的实质要件和形式要件有哪些？这有什么优势或好处？

借方提出的用于该申请的要件如下：

（1）一级抵押：对于抵押的执行，要求取得抵押人和抵押权人（合同各方之间的协议/合同以及按照抵押财产性质规定的所有权证书和/或不动

产。该协议/合同须经合法公证、盖章并依法执行。

（2）股权质押：为进行股权质押交易，设定出质人/抵押人和质权人/抵押权人间须设立股权抵押协议/合同。该协议须进行公证、盖章并依法执行。

印花税按照协议/合同中所述总交易额比例进行征收。

此外《1996年印度证券交易委员会法案》第58节中的申请也须由受益人通过受托人要求持有该证券相关账户的参与人提供。

（3）租金收入的转让，租金收入的质押，提供担保，意向书，保单的转让：在这种情况下，初期的要求是协议/合同供双方执行，在涉及相关金额的相应单据上盖章。所述协议/合同也须进行公证并依法执行。

所有借贷款项/贷款选项可根据须代替贷款向贷款人转让的标的物/资产要求的可用性而相应提供。但是最具优势和最方便的选择是“股权质押”。此外，股本担保经过实践证明是优先选择，也是最合算的选项。

股权质押的开具要求通过担保进行转让。股权质押可100%或部分为交易担保，或作为担保物。贷方根据其抵押交易方式进行。

6.担保什么债务？担保的金额是多少？在有争议的情况下，主债务的更新会否导致对原债务的担保继续维持/消除？

担保所有权/债务与视为债务担保物的资产共同绑定。各个债权人的债务和抵押也是一种公司担保债务。

如果没有相冲突的协议，相关债务新契约取代旧契约之后，仍然可以对原债务进行担保。

7.如果原始贷款协议终止后，有可能“转移”这类担保（物权担保）以对其他债务担保吗？

贷款协议在支付相关借款金额及其利息后立即终止。担保可转移，以作为其他所有权的担保物，从同一贷方或其他贷款人那里取得新的贷款。但是，如违反本合同或因不及时支付而导致的合同终止，项下抵押或留置担保不得以设定质权人名义持有。

8.股权质押赋予了质权人什么权利？对于该权利的执行有没有争议？

《1872年印度合同法》第173～176节规定了质权人的权利。根据第173节规定，质权人可保留债务支付或执行承诺的质押股权，还可保留债务利润的质押股权，以及所有因其产生的关于持有或保留担保物品相关的必要费用。第174节规定，禁止质权人在没有有效合同的前提下保留任何担保以外的债务或承诺股份。根据第175节规定，质权人还有权取得其产生的非常规费用。第176节规定了当出质人不履行的时候，质权人提起诉讼的程序。若出现不履行的情况，质权人可对不履行的出质人提起诉讼并将质押份额保留作为担保品或可通过合理的销售通知告知出质人将其出售。若销售所得超过应得金额，质权人应支付出质人相关差额。相关争议应结合案件实际情况进行处理。第177节规定了出质人的赎回权。

9.当借款人的债务重组时，担保会自动保留吗？

企业债务重组（CDR）系统按照印度储备银行（the Reserve Bank of India）于2001年8月23日发布的指南生效。该系统的目的是使遭受金融危机的企业复苏并使得其向银行和金融机构借贷的资金得以偿还。注它通过延长还款期限、降低利率和提供偿还假期（或延期偿付）、将部分贷款转换成股权，甚至减记贷款额的方式帮助那些无法偿还其贷款的公司。

该机制是一个基于企业债务重组和贷款机构间协议（ICA）的自发非法定系统。其只要取得75%绝对多数债权人（按数值）的赞成，即可约束剩余25%按照此协议进行运作。

系统包括多个银行账户、企业联合组织化/团体账户，所有的银行和机构的未偿总金额在一亿卢比以上。其包括债权人成员账簿中按照印度储备银行审慎的资产分类标准形式分类的所有资产。工业和金融重组法庭/会的案件和其他提起诉讼的案件可以按照企业债务重组机制进行处理。

企业债务重组可参考如下方式发起：

- 企业，若由银行/金融机构支持，持有至少20%以上股份；或
- 债权人以流动资本或短期融资的形式持有至少20%以上股份
- 若企业有欺骗或不当行为，其要求不得受理

企业债务重组的法律依据由债权人和债务人协议（DCA）和贷款机构间协议（ICA）规定。所有银行/金融机构应加入有法律约束力、执行力，并受刑法规制的贷款机构间协议。贷款机构间协议规定若75%的债权人（按数值）同意债务重组计划，该决定将约束其他债权人。债权人和债务人协议中规定，可以签署90天/180天具有法律效力的停滞协议，在此期间债权人和债务人双方同意“中止”并保证双方不会诉诸任何法律诉讼。“中止”对于企业债务重组系统执行必要的债务重组而不受外界/司法干扰，因此具有强制性。在“中止”期间，借方须承诺其不会向其他任何机构寻求救助，公司董事长不会辞职。

10.如果发生违约，如何执行担保？

第176节规定了当出质人不履行之时，质权人可以提起诉讼的程序。若出现不履行的情况，质权人可对出质人提起诉讼并将质押份额保留作为担保物或可通过合理的通知告知出质人将其出售。

11.担保执行程序开始后，平均执行期限是多长时间？

在问题12中回答。

12.在不寻求管辖法院处理的情况下，银行有权直接或通过接管人执行抵押吗？抵押强制执行的平均期限为多长时间？

一般来说，当抵押人未支付应付款项时，银行会发出支付通知。若抵押人未对此邮件做出反应，银行将通过其法律部门发起法律告知书。银行在正式宣布为不良资产前一般会等待三个月。这一期限结束后，银行可正式将该住房贷款界定为不良资产，并根据《2002年金融资产化和重组及担保权益法案》开始房产收回程序。在实践中，即使在程序开始之后，银行也会给借方两个月通知期限以偿还应付款项。

最后一个阶段通常是借方收到债务追偿法庭的通知［针对超过10万卢比（100万美元）的贷款］。若借方有良好信用记录可与银行达成协议。

抵押执行的案件可在案由发生之日起的12年内起诉。注

13.担保的设立和取消适用于何种税费？

印度规定，文件印花税的收取取决于国家司法机关的裁判。

担保文件一般以书面形式为据并由借方和贷方签字。某些担保文件根据法律规定必须具有书面形式，如抵押（衡平法抵押除外）和专利转让。

对文件的公证最好在论证阶段进行。不动产相关的文件须进行登记并产生登记费。但是，登记费与盖章责任相比是微不足道的。

14.公共/税收部门的债权是否会被赋予最惠待遇？公共/税收部门对财产的债权优先于该财产抵押受让方第一顺序的贷款人吗？

公共/税务机构的索偿可视为担保债权人的担保债务，因此会进行优先处理。尽管抵押也是一种担保债务，公共/税务机构对财产的索偿会在诸如公司结业等情况时进行优先考虑。

---

1. 本章的撰写者包括：普拉加蒂·安雅（Pragati Aneja）女士，律师，在Amitabha Sen律师事务所工作。她尤其擅长知识产权、企业诉讼和公民权利等方面。希特·纳格帕尔（Nihit Nagpal）先生，律师，在Amitabha Sen律师事务所工作，有四年以上工作经验，在公司事宜、企业诉讼和仲裁方面是个能手。普尼特·达万（Puneet Dhawan）先生，律师，在Amitabha Sen律师事务所工作，有九年以上工作经验，擅长公民权利、合资企业协议、技术合作和兼并。Amitabha Sen律师事务所是印度发展最快的处理惯常事务的国际律师事务所，其致力于代表全球跨国公司的利益。业务包括但不限定于房地产事宜、企业、公司法、合资企业、技术合作、兼并、公民权利、企业重组、商业和企业法、知识产权（专利、商标、设计和版权）、信息技术、建筑和工程、海事和海事法、保险、航空租赁、矿产法、诉讼和仲裁。马扬克·库玛（Mayank Kumar）先生，印度律师，致力于欧洲和印度间的跨境交易。
2. “抵押”“抵押人”“抵押权人”“抵押款项”“抵押契约”的定义，参见《1882年产权转让法》第58节。
3. 《1882年产权转让法》第60节。
4. 《1882年产权转让法》第60B节。
5. 《1882年产权转让法》第61节。
6. 《1882年产权转让法》第62节。
7. 《1882年产权转让法》第63节。
8. 《1882年产权转让法》第65节。

9. 《1882年产权转让法》第66-77节。

10. 《1882年产权转让法》第82节。

11. 《1938年保险法》第38节（保单的转让）：

（1）人寿保险保单的转让，无论是否经过慎重考虑，均只能通过保单本身背书或独立法律文件，经出让人或其合法指定代表和至少一位证人签字，对转让或出让事实进行明确规定。

（2）转让须完整并在该背书文件或合法证明法律文件执行后立即生效，但转让受益人为保险公司的情况除外，保险公司不得执行作为担保人的相反行为，不得将该保单额度或担保金额内的权利转让给受让人或其法律代表，除非有转让相关的通知且上述背书或法律文件本身或转让双方或其合法授权代表均认为正确的附件已寄送至保险公司。若保险公司在印度有一个或多个营业地点，该通知须寄送至保单中提及的主要营业地址。

（3）保险公司须根据上述第（2）款通知提及的寄送日期顺序对保单受益人的所有转让所有权处理的重要性进行管理；对于有一个以上转让法律文件的，该法律文件的所有权顺序应按照上述第（2）款中提及的通知执行。

（4）收到上述第（2）款中提及的通知后，保险公司须记录相关转让事实和对应日期以及受让人姓名，并根据通知接收人或受让人的要求，无须经过出让人同意或使其作为该议项的一方，同意对保单支付不超过1卢比的费用。

（5）根据转让条款规定，保险公司须从收到上述第（2）款中通知提及的日期起将通知中提及的受让人视为保单唯一的受益人，该受益人须遵守受让人在转让日期拥有的所有责任和权益，且可在未取得出让人同意的前提下就保单事宜提起诉讼或使其成为该诉讼的一方。

（6）人寿保单受让人在此法案开始实施前生效的任何权利和救济措施不受本节规定影响。

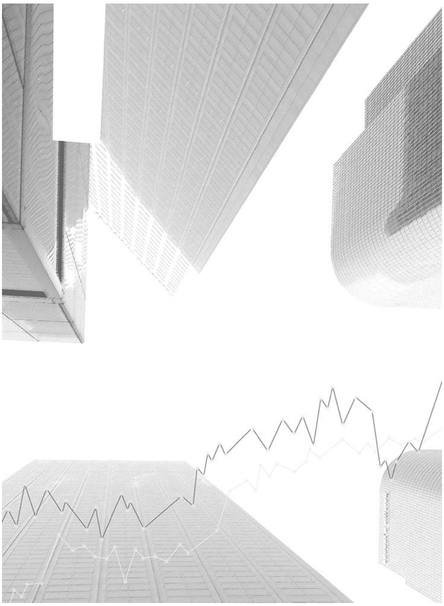
（7）尽管任何法律或惯例对此行为有相反的约束力，以无法律效力的条件进行转让的受益人或该利益因在该当事人保险期内发生具体事宜须转移至其他人的转让，以及以生还者为受益人的转让视为有效。

12. 《1872年印度合同法》第126～147节。

13. 信息源自：www.cdrindia.org.

14. 参见《1963年限制性法案》（Limitations Act 1963）。

第十四章
意大利[注]



1.贷款人要求借款人提供的主要担保有哪些？

贷款人通常要求借款人提供的担保包括：

- 融资财产的一级抵押
- 股权质押
- 租赁收入转让
- 收取租金的银行账户以及租金收入收取令的质押
- 涉及与融资财产损毁或品质降低有关风险的保险的保单转让
- 融资财产的不可撤销出售命令

- 将集团内部债权视为次级债务（不考虑法定条款如何规定，如《意大利民法典》（Italian Civil Code，以下简称《民法典》）第2467条）的承诺，以及母公司（如有）签发的告慰函或承担责任函

2.有哪些法律规定适用于这些担保？

抵押、质押以及单项协议（例如，租金收入转让书、命令，以及单方声明，如“告慰函”）主要受《民法典》的管辖。除此之外，1993年9月1日第385号《综合银行法案》（the Consolidated Banking Act）[注]第38~42条规定了一系列适用于银行抵押贷款（即所谓的“房地产贷款”）的规则。

3.设立这些担保的形式要件有哪些？

抵押 抵押赋予债权人没收债权（也针对第三方受让人）担保财产的权利，以及在运用抵押不动产相关的强制程序所得款项偿付债权时，优先于其他债权的权利。如果通过私人契约设立抵押，需要在土地登记处登记，必须首先由公证人（或者获得该等权力的任何其他机关）进行公证，或者进行司法认证。申请人应提交设立抵押的原始文件，或者如果该等书面文件已经备案或提交给公证人，则提供该等文件的认证副本以证明上述要求的存在。正本或经认证副本仍存放在土地登记处（见《民法典》第2835条）。如果抵押登记依据在意大利达成的公开契约或者法院裁定或具有相同效力的其他司法规定设立，则应向土地登记部门提交一份该契约（《民法典》第2836条）。

质押 根据《民法典》第2787条第3款和第2800条，只有在达成书面质押协议且质押债权的债务人已经被告知质押设立时，或者当该债务人书面批准质押时，债权和其他权利（包括股权）的质押才设立：为确定针对其他债权人的优先性，通知或批准函应注明“特定日期”（《民法典》的2704条）[注]。但是，如果债权通过当票或者获得正式授权、专业从事质押信贷交易的机构签发的其他书面文件证明，则该等书面文件的日期可以通过任何类型的证据确定（见《民法典》第2787条第3~4款）。

租赁收入的转让 债权的转让（如租赁收入转让）不受任何形式要件的约束。但是尽管存在该等形式上的自由，要持有针对第三方的转让（比如，针对为此目的被视为第三方的破产接管人），确定“特定日期”是必要的（根据《民法典》第2704条），这意味着贷款人通常要求对私人契约中的签字进行公证或者签署一份公开契约。

将集团内部债权视为次级债务的承诺 对于将集团内部债权视为次级债务的承诺，则只需私人契约就可以了。根据《民法典》第2467条第1款规定，因法律施行，股东融资资金应被视为次级债务。根据此条款规定，以公司为受益人的股东偿付融资款应次于欠其他债权人的债务，同时如果在破产判决前的一年内发生，则必须偿还。为前段之目的，以公司为受益人的股东融资款是指在考虑公司业务发展的情况下在债务与净资产发生巨大不平衡时或者公司处于合理出资的财务状况时提供的融资款（《民法典》第2467条第2款）。

《民法典》第2467条还适用于某一行使另一公司（“被控制公司”）协调和指示权的公司或实体（“控制公司”）违反正确公司和企业管理原则经营自己或其他企业获利的情况（根据《民法典》第2497条）注。

告慰函 告慰函通常作为私人契约签发。尽管告慰函的内容广泛（该等函件的法律范围从有关法律灰色领域的非商业语言到与母公司为子公司财务情况和履行债务的能力提供的保证接近或相同的函件），它们的效用在于发出该等函件的母公司无须在其资产负债表中将其承诺（如有）列报为或有负债。

4.如果为房地产融资进行担保，是否有与上述担保有关的具体规定？

《综合银行法案》第38~42条制定了一系列适用于提供抵押贷款（即所谓的“房地产贷款”）银行的规定。根据《综合银行法案》第38条第1~2款的规定，房地产贷款是指银行授予的、以不动产为抵押的中长期贷款（即期限超过18个月）。意大利银行［应根据跨部门信用储蓄委员会（the Interdepartmental Credit and Savings Committee）决议］确定贷款的最大金额，而贷款最大金额应根据抵押财产、建造和翻新成本以及已经存在的抵押来确定。

5.如果上述问题的答案是肯定的，那么必须满足哪些实质要件和形式要件呢？这具有哪些优势或好处？

如果债务人后来被迫破产，房屋抵押贷款不受（破产）无效诉讼注的约束，但是抵押应在法院破产判决公布前至少十天已经在土地登记处登记（见《综合银行法案》第39条第4款）。与此相似，债务人就房屋贷款还款不受无效诉讼的约束（见《综合银行法案》第39条第4款）。

另外一个好处是贷款银行有权在借款人被判破产后提起要求查封被抵押财产的诉讼。在这种情况下，被查封财产的保管人、法院指定的管理人或破

产接管人应从被抵押财产的任何收入中偿还银行贷款，直至后者债权得以清偿（不包括任何管理费和税费）（见《综合银行法案》第41条第3款），尽管破产接管人有权干预强制执行程序。

如果被抵押财产出售所得超过分配给银行的份额，则超出部分应分配到破产程序中（见《综合银行法案》第41条第2款）。

根据《综合银行法案》第39条第5款的规定，在每偿还原债务的1/5后，借款人有权按比例减少抵押金额。借款人还有权解除一项或多项被抵押财产的抵押，只要所提供的文件或专业估价确定附有产权负担的财产构成未偿还贷款的充分担保。因附带数字标引性条款的贷款引起的银行债务可通过最高金额相当于因该等条款适用而产生的所欠总额的有效抵押来担保。如果抵押登记规定了数字标引性条款，抵押调整应自动生效（见《综合银行法案》第39条第3款）。

6.担保什么债务？金额是多少？在有争议的情况下，主债务的更新会导致对原债务的担保维持/消除吗？

抵押 抵押登记让以下相关债权具有同等优先性：抵押设立契约费用、登记和续期费用，以及强制执行程序的正常开支（根据《民法典》第2855条第1款）。当事方可以明确规定将额外司法开支的债权纳入抵押中，但应进行相应登记。

无论何种抵押，计息本金的登记使所产生的利息具有同等优先性，但是利率应在登记中注明（《民法典》第2855条第2款）。即使双方约定的延伸年份更多，但抵押利息仅限于抵押财产查封所在年份前两年以及查封所在年份的利息（《民法典》第2855条第2款）。

本金登记使在查封为止年份结束到期的利息处于同等优先地位，但只涉及按法定利率计息的利息，且时间截至法院判令公开拍卖财产之日。

在涉及房屋贷款时，银行因所谓数字标引性条款产生的债权也享有同等优先权利（根据《综合银行法案》第39条第3款）。

质押 债权人享有从质押物出售收入中获得偿付的优先权（见《民法典》第2787条）。此优先权也适用于截至查封为止年份所产生的利息，或者在没有查封情况下，截至支付令通知日期为止年份的利息［根据《民事诉讼法典》（Code of Civil Procedure）第480条］。另外，这一优先权适用于在质押物出售之日前已经到期的利息（仅限于法定利率）。

在主债务更新的情况下，担保原债务的担保是维持还是消除（在抵押和质

押两种情况下）取决于双方的协议：作为通用规则，担保原债务的特权、质押和抵押都将被消除，除非双方没有明确同意进行保全（《民法典》第1232条）。

7.如果原贷款协议被终止，有可能将这些担保（物权担保）“转移”作为其他债务的担保吗？

不能。没有此等物权，因为在《意大利土地法》（Italian Land Law）中存在类似于“德国土地债务”中的规定。

8.股权质押中质权人享有哪些权利？对于该权利的执行有没有事议？

根据《民法典》第2352条第1款规定，在股权质押或股权用益权情况下，表决权归属于质权人或用益物权人，除非另有约定。尽管表决权的归属是这样的，但是贷款人不大情愿行使该等权利[注]，这种行为可以归类为对借款人的实际管理，因此可能会为借款人的行动负责。

9.担保的设立与撤销适用哪些税费？

作为一项原则，在土地登记处的任何抵押登记均需缴纳登记税，最大金额为担保债权的2%（1990年10月31日第347号法令第6条）。与此类似，抵押的撤销同样需缴纳登记税，金额为担保债权的0.5%。

当涉及质押设立时，如果是除借款人之外的人士提供的质押，将按担保债权的0.5%收取登记税；与此相反，如果借款人提供质押，则一次性收取168.00欧元的登记税。

银行和其他信贷机构提供的期限超过18个月的贷款，以及与此相关的任何行为，包括任何人士提供的任何担保，无须支付抵押税、登记税、印花税或作为贷款人应缴纳的、按贷款金额0.25%收取的替代税费用（见1973年9月29日意大利共和国总统第601号令）。

除上述之外的贷款需缴纳增值税，但可以豁免。因此，登记税只适用于相关契约为公共契约或交由意大利政府部门存管的情况。在任何情况下，则按一次性168.00欧元收取登记税（实际上，作为一般规则，需缴纳增值税的交易不适用按比例税率征收的登记税［根据1986年12月22日第917号法令《综合所得税法案》（Consolidated Act on Income Taxation）第5条和第40条］。

10.在违约情况下，怎样强制执行担保？

抵押 如果贷款人打算根据法院判决出售抵押契约项下的担保财产：

（1）它们必须具有“强制执行契约”。意大利法律将（但不限于））由获得授权的公证人或任何其他公共机构认证的公共契约或带有签名的印章归类为“强制执行契约”。

（2）“强制执行契约”应和支付令一起通知借款人（在房地产贷款情况下，此通知没必要发出，因为《综合银行法案》第41条放弃了此正式要求）。

（3）贷款人可以提出申请，要求出售抵押的不动产，在10天后，但不迟于支付令通知日期起90天，向借款人发出扣押令（《民事诉讼法典》第480~481条）。

（4）具有管辖权的法院首先安排出售抵押资产，但不进行公开拍卖，同时将设定一个不早于90天，但又不晚于120天的期限，在此期限内除借款人外，任何人都可以提出购买抵押财产的要约；如果有一个以上要约提交，法院将判定在购买人之间进行招标（《民事诉讼法典》第573条）。

（5）如果没人提交购买要约，则法院将判定以公开拍卖形式出售抵押财产。

（6）如果抵押财产未能出售掉，贷款人可以请求法院将抵押财产转让给贷款人以偿还借款人的债务。

抵押财产出售所得款项在扣除与强制执行程序有关的费用及抵押撤销的成本后，将按以下方式分配：第一，在确定抵押优先顺序后，清偿由抵押担保的贷款人债务；第二，清偿借款人无担保债权人的债务（如有）。

质押 为强制执行质押，质权人可以申请“普通”强制执行程序，也可以申请质押特有的强制执行程序（根据《民法典》第2796条）。

在“普通”强制执行程序中，质权人必须：

（1）向借款人以及提供质押股份的第三方［如果后者与借款人并非同一人（《民事诉讼法典》第603条）发出“强制执行契约”以及支付令。

（2）在支付令通知后不早于10天，但不晚于90天内，贷款人可以请求具有管辖权的法院安排以公开拍卖形式出售动产（一般是股份）。

（3）借款人和第三方质押人（如有）可以向贷款人提出异议，质疑后者取消赎回权的权利或者是否遵守有关查封程序的法律规定。具有管辖权的法院可以在它认为存在“严重情况”时停止相关程序。

相反，如果质权人根据《民法典》第2797条的规定，进行质押强制执行：

（1）它必须向借款人和第三方发出书面通知，要求支付到期款项并规定不遵守该等请求将会导致股权出售。

（2）如果自收到上述通知之日起5天内仍未偿还到期款项，且借款人及/或股东没有提出异议，则贷款人有权着手以公开拍卖形式出售股份。

（3）如果借款人及/或第三方提出异议，则具有管辖权的法院可以进行正常审理，同时停止强制执行程序。

作为以公开拍卖形式出售股份的替代方式，贷款人有权向具有管辖权的法院提出申请，请求将股份转让给它们（以清偿债权）。在这种情况下，法院将指定专家对股权的价值进行评估。

“正常”程序只能由持有“强制执行契约”的债权人启动，同时，作为原则问题，应该优先于《民法典》第2797条规定的程序，因为在后者中，债务人提出的任何异议可触发强制执行程序自动停止（鉴于在“正常”程序中，具有管辖权的法院只有在它认为存在“重大原因”时才停止强制执行程序）。

根据质押人的申诉，如果有多个质押物，则法院可以限制出售其中的一项，但是其价值应足以偿还未偿债务。

11.当借款人的债务重组时，担保会自动保留吗？

初步意见 一般来说，在债务清偿且担保正式解除前担保是被保全的。但是，安排方案可以规定自愿或者因强迫接受（从定义来看，也对持异议的债权人具有约束力）而放弃担保。在这种情况下，尽管重新安排方案可以规定不全额清偿有担保债权人的债权，但是如果他们收到的少于他们享有的优先权益，那他们则可能不会授予这种解决方式（见以下“债权人司法和解”）

《意大利破产法案》（the Italian Bankruptcy Act）（见1942年3月16日第267号皇家法令以及最新修正[注]，以下简称为《破产法案》）规定了（不限于）以下安排方案：

（1）《破产法案》第67条第3款（d）项规定的“确证的”再组计划；

（2）《破产法案》第182条规定的重组安排；

（3）《破产法案》第160条规定的债权人司法和解。

（1）“确证的”再组计划 此再组计划为与单个债权人达成的庭外和解方案。根据《破产法案》，（在理论上讲）符合被判破产要求的任何债务人，可以拟订一个怎样摆脱困境以及履行偿付义务的再组计划。如果再组计划由独立专家“确证”，即后者从债务人通过再组计划摆脱困境的角度来看确认其“合理性”，如果债务人拒绝接受再组计划的债务，则如果债务人在此后被判定破产，破产接管人不得对实施该等计划的所有行动提出质疑［根据《破产法案》第67条第3款（d）项］。

很明显，再组计划“确证”的主要目的是为了实施再组计划，因为如果债务人在以后被宣布破产，潜在合约合作伙伴可能因担心卷入无效诉讼而不敢达成应达成的协议，即为使业务好转而被视为必要的协议［不同于债务人正常业务过程中根据惯用条款和条件（包括任何支付和证券发行）达成的交易］。

同时，它保护持异议的债权人，因为（由于豁免于无效诉讼）破产接管人（如果债务人在以后被裁定无效）将被禁止通过“确证的”再组计划规定的交易收回债务人的资产。

“确证的”再组计划经常被使用，并且，由于没有任何法院监督，这些计划可以保密（只有上市公司才被要求披露“确证的”再组计划详情），比《破产法案》规定的其他安排方案更受青睐。另一方面，“确证的”再组计划也有缺点，以下所述的再组计划不能保护受困的企业免于（单个）债权人提起的司法诉讼。

（2）债权人司法和解 债权人司法和解是法院判决的程序，其目的是通过债务人和债权人之间的安排来避免被判破产。有资格被判破产的企业可以向破产法院申请与债权人达成司法和解。

允许双方达成使公司好转的任何类型安排，比如通过向债权人转让货物以及其他非正常交易。债务人还可以提出部分偿还有担保及/或“优先”债权人债务的要求。

根据《破产法案》第161条第2～3款规定，寻求达成债权人司法和解的申请必须随附以下文件：

- 更新后的企业经济与财务状况及资产报告

- 债务人资产与负债的报表、债权报表，以及现有的优先权事由（如有）报表
- 持有债务人所拥有或占有的任何形式的物业权益或权利的债权人名单
- 所有资产总价值，以及承担无限责任（即合伙公司）股东的个人债权人名单（如有）
- 一份以分析方式描述与债权人达成司法和解实施方法和时间安排的计划
- 一份确认债务人提供的信息真实性和债权人司法和解可行性的报告［根据《破产法案》第67条第3款（d）项，由债务人指定的专家起草］[注]
- 针对税务机关的善意解决建议，如有（根据《破产法案》第182条）

在提交申请后，法院必须评估债务人提交文件的完整性（见《破产法案》第161条第2~3款）[注]。如果法院允许债务人与债权人达成司法和解，法院将做出判令，指定副法官监督此程序，同时指定司法专员实施（根据《破产法案》第163条）[注]。另外，具有管辖权的法院将规定必须召集债权人会议（会议将审议拟定的债权人司法和解）并确定债务人存入足够资金（部分）支付程序费用的期限（最长15天）。允许达成此等和解的判令应记载于公司登记处（根据《破产法案》第166条和第17条）[注]。

相反，如果未满足上述条件，破产法院不会允许债务人达成债权人司法和解，同时可能会判定启动破产程序，前提是检察长或债权人已经提交了相应申请（根据《破产法案》第162条）。

对于在债权人司法和解程序中对债务人拟订安排方案的表决，可以将债权人根据各自的状况和一致的经济权益分为几个类别（见《破产法案》第160条第1款）。如果对债权人进行分类，则应针对不同债权人的类别给予不同的待遇（即同一类债权人必须遵守同一级别待遇）。

支持债权人司法和解的安排方案必须由以下债权人批准：

- 具有多数表决权债权的债权人，以及
- 如果债权人被分为不同类别（根据各自的状况以及一致的经济利益），就应是多数类别的债权人（见《破产法案》第177条）

根据拟订安排方案将获“全额”偿付的受担保债权人不允许进行表决，除非它们全部或部分放弃各自的优先权（见《破产法案》第177条）。

如果拟订安排方案规定部分偿还受担保债权人的债务，则对于未偿还的债务部分，应被视为无担保债务（对于此部分债务，它们有权进行表决）。

一旦批准，债权人司法和解将对所有债权人产生约束力。因此，债权人司法和解可能会使持异议（少数）债权人及/或拒绝安排方案的某一类（少数）债权人被迫接受，只要多数债权（按价值）和各类债权人批准方案。

在任何情况下，债权人司法和解中为每一类债权人提供的待遇可能不会导致改变法律规定的“优先权事由”顺序的效果（见《破产法案》第160条第1款）。另外，如果该等安排方案规定不“全额”偿还受担保债权人的债务，后者在任何情况下都不会收到低于因优先权而可能获得的款项（根据《破产法案》第160条第1款）。

对此，必须对受担保债权人享有优先权的债务人出售财产可能获得的收入进行评估（由符合《破产法案》第67条第3款规定要求的专家进行）。

此程序前期以债权人表决拟订安排方案结束。在确认赞成拟订安排方案的债权人票数后，以及如果没有任何声明其无效的理由，法院在债务人向法院书记员提交申请后六个月内“批准”债权人司法和解（见《破产法案》第181条）。和解程序以具有管辖权的法院批准债权人司法和解结束。

（3）重组安排 重组安排是“债务人持有”处理流程。重组安排是一项庭外财务困难救济，其目的是让企业脱离其所处的困境。

重组安排主要基于契约自由做出，因为这些安排是债务人和其债权人达成的安排，前提是债务人获得代表至少全部债权60%的债权人的支持。且这种重组安排必须获得具有管辖权的法院“认可”，即排除《破产法案》规定的例外情况。

理论上满足被判破产的、处于困境的任何企业都可以向债权人提交重组安排以及评估拟订安排方案可行性和确认债务人自法院批准重组安排之日

（如果债务于提交之日到期），或者自债务到期之日（如果债务不是在提交日期到期）起120天内“全额”偿还持异议债权人债务能力的专家报告（根据《破产法案》第182条）。

向具有管辖权的法院提交重组安排应在公司登记处公示。此公示会使与以前债务有关的、针对受困企业的临时救济或强制执行诉讼暂停60天。另外，任何时间限制及/或没收中止，任何赋予优先权事宜也可中止（根据《破产法案》第182条第3款）。

为使重组安排获得破产法院的批准，必须满足以下要求：

- 安排方案已经由代表至少总债务60%的债权人批准；不存在具体的债权备案程序：用于协助债务人的律师及/或特许会计师联系后者的债权人以获得重组安排的批准；在任何情况下，被迫接受的处理方式不适用于不批准此安排方案的债权人
- 独立专家确认重组安排的可行性，以及债务人在120天内全额清偿拒绝此批准安排方案债权人债权的能力（根据《破产法案》第182条第1款）
- 重组安排已经在公司登记处公示

如果债务人在较晚日期被裁定破产，破产法院批准重组安排将使用受困企业根据重组安排采取的任何行动或支付的任何款项，重组安排豁免于无效判决（见《破产法案》第67条第3款）。

为进一步保证企业持续经营，2010年7月30日第122号法令规定，如果与债权人还未完成谈判（根据《破产法案》第182条第6款），将暂时禁止个人债权人寻求的任何临时救济或提起的强制执行诉讼，前提是债务人应向具有管辖权的法院提交申请。除拟定的重组安排外，申请还应包括以下文件：

- 更新后的企业业务的经济和财务状况报告，及资产报告
- 债务人资产与负债、债权以及优先权事由（如有）报表

- 持有债务人所拥有或占有的任何形式的物业权益或个人权利的债权人名单
- 所有资产总价值，以及承担无限责任（即合伙公司）股东的个人债权人名单（如有）
- 一份以分析方式描述重组安排实施方法和时间安排的计划
- 债务人针对与债权人正在进行谈判以获得后者支持拟定重组安排的声明书
- 独立专家的申明，内容为确认拟定重组安排可行性（如果债权人接受）以及债务人偿还已经明确表达不批准重组安排之债权人债务的能力（根据《破产法案》第182条第6款）

法院将评估所提交文件的完整性，将判定与债权人进行沟通，以及确定自提交申请之日起30天内进行审理的日期（根据《破产法案》第182条第7款）。在审理时，法院将确定是否满足批准（潜在）重组安排的所有要求，特别是与全额偿还异议债权人以及谈判还未完成债权人（两类债权人都将"全额"获得清偿，见《破产法案》第182条第7款）有关的要求。如果具有管辖权的法院受理申请，法院将暂时禁止个人债权人寻求的临时救济或者提起的强制执行诉讼（该等禁止自申请提交公开记载于公司登记处之日起具有追溯效力）以及暂停确认优先权，同时将为重组安排以及确认可行性的专家报告提交确定期限（不超过60天）（见《破产法案》第182条第7款）。

12.银行有权直接或通过接管人强制执行抵押，而无须诉诸具有管辖权的法院吗？

银行无权在不诉诸具有管辖权法院的情况下强制执行抵押。

13.在强制执行程序中，抵押强制执行的平均期限是多少天？

完成抵押契约项下强制执行程序所需的时间很难预测。根据意大利银行公布的统计数据，抵押不动产的强制执行程序很容易超过5年。为限制借款人在强制执行程序期间采取任何可能过分推迟不动产出售的拖延战术（比

如，提起质疑强制执行程序的诉讼），贷款人可以在强制执行质押和获得股权转让后强制执行抵押契约（见上述问题10）。

14.公共/税务部门的债权会被赋予最惠待遇吗？公共/税务部门对财产的债权是否能够优先于该财产抵押受让方第一顺序的贷款人？

作为普遍原则，从债权来源角度，所谓的“特权”会让一些债权人享受优先待遇。特权的确定可能取决于双方的协议且以特殊公开形式为条件。

特权可以是一般的，也可以是特殊的：前者可以针对债务人的所有动产行使，后者针对规定的动产或不动产行使。《民法典》中对“优先”债权人（即债权由特权支持的债权人）和“受担保”债权人（即债务由质押或抵押担保的债权人），以及特权支持的债权优先顺序，做出了详细规定（见《民法典》第2777条）。

作为一个基本原则，一般特权不能在影响第三方在相应动产上权利的情况下行使（根据《民法典》第2747条第1款）。除非法律另有规定，相关动产的特权将优先于第三方的权利，只要该等特权所依赖的情况（仍）存在（根据《民法典》第2747条第2款）。

除非法律另有规定，相关动产的特权不能优先于质权人的权利而行使（根据《民法典》第2748条第1款）。相反，除非法律另有规定，享有相关不动产特权的债权人与抵押债权人相比享有一些优先待遇（根据《民法典》第2748条第2款）。

支持某一债权的特权延伸至（参与）强制执行程序的正常费用以及扣押所在年份和前一年到期的利息。在强制出售前，特权还延伸至以后累计产生的利息（利率为法定利率）。

对于给予公共/税务机关债权的优先待遇，《民法典》规定了与以下有关的一系列特权（一般特权和特殊特权）：

- 与直接税款缴纳、增值税缴纳以及到期地方所得税缴纳（比如，自然人和法人的所得税和有关生产活动区域税款和地方所得税）有关的债权：该等债权享受有关债务人动产的一般特权（根据《民法典》第2752条）
- 与间接税缴纳有关的债权，此等债权享受该等税款相关动产以及相关法律规定的其他财产的特殊特权（根据《民法

典》第2758条）

- 与自然人和法人所得税缴纳有关的债权，以及与生产活动有关的地方税，和程序开展所在年份前两年到期的地方所得税有关的债权：例如，与归属于企业所得税的税费或其中一部分有关的债权在用于商业企业经营的动产与位于自身经营场所，以及位于企业主家中的商品享有特殊特权。即使财产属于企业主之外的人士，该等特权仍适用，除非财产被偷或被丢失、商品已经委托给企业主进行加工，或如果根据一般海关法案，货物还未国有化（根据《民法典》第2759条）
- 适用间接税和不动产增值税有关的市政税所产生的债权，在此情况下对它们相关的不动产上享有特权（见《民法典》第2772条）：该等特权不得在影响第三方以前获得的、与不动产有关的权利情况下强制执行（比如在税费到期应付前已经进行抵押登记的银行）。实际上，《民法典》第2772条第4款削弱了《民法典》第2748条第2款项下的一般规定，根据后者，享受不动产特权的债权人优先于受抵押人，除非法律另有规定

1. 本章撰写者为亚历山德罗·P·斯卡索，米兰博科尼大学民法终身教授，米兰PLUTA律师事务所律师兼特许会计师。
2. 《综合银行法案》第38～42条（《银行法案》第六章含有涉及某一信贷业务的条文，第I款涉及房地产与公共工程信贷）
3. 根据《民法典》第2704条，对于与第三方有关的私人契约日期，“签字没有进行认证的私人文书的日期不具有确定性，因此不能针对第三方主张，除非以下情况：书面文书登记日期，或者相关签署人死亡日期，或相关签署人变为无签署行为能力的日期，或者从该书面文书的内容在公共行为中复制之日（第2699条）或者自发生其他可以确定证明该文书是在以前签署的情况发生之日”。
4. 无论一家公司何时根据《民法典》第2359条第1～2款规定对另一家公司实施控制或行使“主导影响”，协调和指挥权即被认为存在（根据《民法

典》第2497条规定），根据这一规定，以下情况应被视为被控制公司：

（1）另一家公司享有多数可在普通股股东会议上行使表决权的公司；

（2）被一家公司持有足够数量表决权在普通股股东会议上行使主导影响的公司；

（3）根据任何类型的合约安排被一家公司行使主导影响的公司。为上述第（1）项和第（2）项适用之目的，与被控制公司和中间人有关的表决权也纳入计算中，代表第三方可获得的表决权不纳入计算中。

5. 以下所述形态和形式提起的无效诉讼即是所谓的“破产”无效诉讼（根据《破产法案》第67条），与此相对的是《民法典》项下的“普通无效诉讼”（见《民法典》第2901条）：该条款规定，如果债务人在损害债权人权利的情况下处置其资产，债权人有权要求判定该等行为无效。

6. 即对于召集借款人股东会议，以及对现任董事的免任和对新董事的任命等权利。

7. 《综合银行法案》第41条规定了有关房地产贷款不动产查封的具体规则：实际上，抵押不动产的查封应在判决借款人破产后由银行实施或继续实施。破产接管人有权干预查封。在不动产查封后追回的款项如果超过银行债权金额，则超出部分应退回。

8. 如果借款人提起诉讼，质疑强制执行的“正确性”，则法院将进行正常审理，同时如果“情况严重”，则法院可停止强制执行程序。

9. 2006年1月9日第5号法令、2007年9月12日第169号法令、2010年5月31日第78号法令、2012年8月7日第134号成文法，以及2014年2月21日第9号成文法。

10. 实际上，此等交易根据《破产法案》第67条第3款（a）项规定将豁免于无效诉讼。

11. 比如，以及仅作为举例，允许作为一种清偿债权的方式，向债权人转让资产或金融工具。

12. 专家意见允许债权人和法院从第三方有关债务人财务状况的意见，以及安排方案所依赖的可用资产角度详细评估债权人司法和解的可靠性。

13. 处于困境中的债务人还可以凭过往三年的年度账款向破产法院申请债权人司法和解，无须提交其他文件，保留在法院规定期限内（可能在60天至120天不等）提交规定文件（见《破产法案》第161条）的义务（根据《破产法案》第161条第6款）。

14. 司法专员承担以下职责（不限于）：

审核随附于债务人申请的负债表和债权人清单，考虑债权人的会计记录

编制债务人资产明细表

通知债权人债务人拟订的安排方案以及法院为债权人会议确定的日期和地点

在债权人会议上就债务人的申请以及拟订的安排方案提供完整报告（见《破产法案》第171～175条；以及在债权人会议上列出债务人提交的安排方案

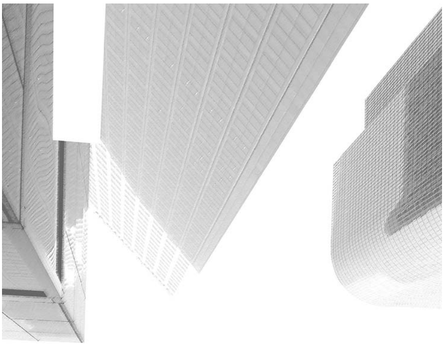
15. 具有管辖权的法院还可以判令将允许进行债权人司法和解的判令刊登在报纸上（根据《破产法案》第166条）。

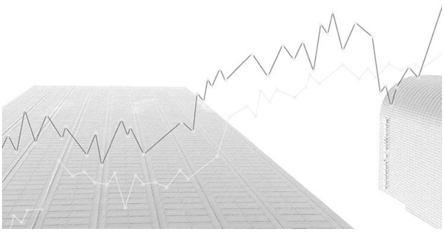
16. 与债权人司法和解类似，提出重整安排的债务人必须向具有管辖权的法院提交《破产法案》第161条所列的文件（根据《破产法案》第182条）。

17. 寻求重整安排批准的申请必须提交给公司“总部”所在地的法院；应记载于公司登记处，并自记载日期起生效（根据《破产法案》第182条）。

18. 自记载于公司登记处之日起30天内，任何债权人及/或任何其他利益相关方可以提出申诉，拒绝批准拟定重整安排（根据《破产法案》第182条第4款）。具有管辖权的法院将审核申诉意见并做出与该等异议有关的决定，同时列出原因（根据《破产法案》第182条第4款）。

第十五章
西班牙[注]





前言 虽然本章是依据《西班牙民法典》（the Spanish Civil Code）撰写的，但是在西班牙，各个省和地区皆有适用的区域性法律。在后一种情况下，《西班牙民法典》中的各项规定作为辅助规范使用。

1.贷款人要求借款人提供的主要担保有哪些？

- 设立一级抵押贷款
- 设立股权质押
- 租赁收入转让
- 租金收入质押以及租金收入收取令
- 提供担保
- 出具告慰函

- 保险单转让
- 提供融资物业不可撤销出售指令

2.有哪些法规适用于这些担保？

《西班牙民法典》第1857条规定：质押或抵押在下列情况下具有效力：

- 此质押或抵押必须保证主债务得到履行
- 质押物或抵押物的所有者必须是出质人或抵押人
- 促成此质押或抵押的个人必须有权自行处理质押物或抵押物。如果没有的话，必须赋予他们相应的权限

如果主债务到期后债务义务仍未解除，可对质押物或被抵押的不动产进行处置以对受担保的债权人进行清偿。债权人无权挪用，也无权直接处置质押物或抵押物（见《西班牙民法典》第1858条及第1855条规定）。

质押权和抵押权是不可分割的，即使由于债务人或债权人的承继人的原因想对债务进行分割，也不可以（见《西班牙民法典》1860条规定）。

质押 根据《西班牙民法典》第1866条规定，质押合同授权债权人将质押物归其持有，如果设立质押时，质押物已提供给第三方，债权人仍对此质押物享有持有权，直到被担保的债务义务被解除为止。

可对动产、一般动产、动产的债权和物权（如果此类利益能够被持有的话）进行质押。

设立质押时，必须将质押物交付给债权人，或经债权人和债务人一致同意指定的第三方（见《西班牙民法典》第1863条规定）。为了持有涉及第三方权益的质押，质押设立时必须含有“特定日期”，此类日期必须在公开的文件有所规定（见《西班牙民法典》1865条规定）。

根据《西班牙民法典》第1867条规定，债权人有职责保管好收到的质押物，并自此本着恪尽职守的原则，对质押物的丢失或损坏负责。出质人有职责对质权人因保管质押物而产生的费用进行补偿。

任何情况下，未经出质人同意，债权人不得使用质押物，除非是出于保管

质押物的目的而使用质押物。

此外，质权人不得对质押物再次进行质押，或将质押物的使用权转让给第三方（根据《西班牙民法典》第1870条规定）。

除非本金、利息，以及与质押物相关的费用全部付清，否则，出质人不得索要质押物。

如果债务人在担保债务支付之前对债权人负有其他债务，而与此同时，债权人持有质押物，法律规定债权人有权将这两项债务都纳入质押范围内，即使债权人和债务人没有就延展质押范围以担保额外债务这一情况达成任何协议。

如果质权人的债权未被按时清偿，质权人可处理质押物。此类处置必须以公开拍卖方式进行，必须让债务人和/或质押物的所有者到场（见《西班牙民法典》第1872条规定）。

抵押 对于抵押登记、抵押撤销，以及抵押效力的形式要件在《西班牙民法典》和《抵押法案》（the Mortgage Act）中皆有相关规定。

一份抵押合同对其涉及的抵押财产具有直接的和即刻的约束力，以确保受担保债务得到严格执行，而不论财产的占有人是谁。与德国的情况类似，抵押设立时间以其在土地登记处的登记时间为准（或，如对已登记的动产设置抵押，抵押设立时间以相应的公共登记处的动产登记时间为准）。

抵押贷款可全部或部分转让给第三方。根据《抵押法案》规定，那些有权对即将被抵押的物品进行处置的个人，或那些已被赋予相应权利能够进行抵押转让的个人，都可自愿设立抵押（见《抵押法案》第138条）。

设立（自愿）抵押时，必须在土地登记处登记一份公开契约来设立抵押。《抵押法案》第142条规定：用于担保未来债务的抵押，或受先前条件约束的抵押，自抵押登记之时起即对第三方生效，但是此债务责任须在执行中，或先前相关条件保持不变。

可全部或部分转让经抵押担保的债权（见《西班牙民法典》第1526条规定）。用于债权担保的抵押被转让时，需要订立公开契约，且必须在土地登记处进行转让登记。

3.如果为房地产融资进行担保，是否有与上述担保有关的具体规定？

根据《抵押法案》第145条规定，一份用于设立自愿抵押的公共契约在土

地登记处登记之时，此自愿抵押即设立完毕。

4.如果上述问题的答案是肯定的，那么必须满足哪些实质要件和形式要件呢？这有哪些优势/好处？

就抵押而言，正式要求包括：订立一份公共契约，且须在土地登记处进行抵押登记。

5.设立此类担保的形式要件有哪些？设立股权质押是否需要担保转让？

涉及抵押和质押的情形，请参见问题2。

设立股权质押，需要将质押物交付给债权人或第三方（见《西班牙民法典》第1963条规定）。但是，由于股权是无形的，无须对转让进行担保。

6.可以对哪些债权进行担保？金额是多少？在有争议的情况下，主债务的更新会导致原债务的担保维持/消除吗？

质押 债务人对同一债权人还有其他负债，而同时假如债权人在原债权清偿之前持有质押，那么债权人有权留置质押物，直至两个债权都被偿付。即使没有任何相关协议以明确此质押，也对第二笔债务进行担保（见《西班牙民法典》第1866条规定）。

抵押 根据《抵押法案》第104条规定，抵押赋予一项“对物权利”，即当诉讼原因出现时，抵押物即被扣押，且其不会因所有权变更而被取消。

7.如果原贷款协议被终止，有可能将这些担保（物权担保）“转移”以对其他债务进行担保吗？

西班牙法律允许将担保转移，以使其对其他债权进行担保，且担保转移发生时，原贷款协议无须终止。

8.在股权质押中，质权人享有哪些权利？对于该权利的执行有没有争议？股权质押有哪些形式要件？

《公司法案》（the Corporate Enterprises Act）第132条规定：如果对股权进行质押，合伙人或股东的权利应由所有者行使，公司章程附则另有规定的情形除外。要设立股权质押，必须签订公开契约形式的协议［见《动产抵押和非占有性质押法令》（the Statute on Chattel Mortages and

Nondispossessory Pledges）第3条规定］，并需在公共登记处进行登记备案。

9.当借款人的债务重组时，担保会自动保留吗？

一般来讲，会对担保进行保全，直至债务清偿完毕，担保即正式解除。但是，如果债务人寻求债务偿还安排方案（以下简称“方案”），则前述规定不适用此情况。

“方案”是一项法定程序，允许一家公司进行某项债务偿还安排，或允许此公司与此债务的债权人（或其债权人中的任何一级）达成和解，如果“方案”经必要多数人同意，并经主管法院核准，那么此“方案”将对所有债权人有约束力，而无论这些债权人是否投票赞成此“方案”。在西班牙，此类债务安排方案目前很少使用。

10.在违约的情况下，怎样强制执行担保？

《破产法案》（the Insolvency Act）第90条第1款规定：经抵押或质押担保的债权享受优先待遇。对担保债权进行支付，应遵循抵押物或质押物变卖程序（见《破产法案》第155条第1款规定）。

如果同一资产或权利用于担保多项债务，应根据每笔债务在时间上的优先顺序对债务进行支付。对债权担保物进行变卖应通过拍卖方式进行，除非应破产管理人或受担保债权人要求，法庭授权直接出售（即不进行拍卖），或授权将抵押物或质押物转让给受担保债权人或此债权人指定的人。

11.在强制执行程序中，抵押强制执行的平均期限是多少天？

抵押强制执行的平均期限为1年半。最近出台的法规给予债务人更广泛的保护措施，并延长了丧失抵押品赎回权程序的平均期限（见2013年5月14日法令，此法令规定了对抵押债务人的加强保护措施，并就债务重组和社会住房租金做出了规定）。

12.银行有权直接或通过接管人强制执行抵押，而无须诉诸具有管辖权的法院吗？抵押强制执行的平均期限是多少天？

根据《抵押法案》第129条规定，如果抵押设立之时已就庭外变卖事宜做出规定，那么止赎诉讼会导致对抵押财产进行庭外变卖（依照《西班牙民

法典》第1858条规定）。

13. 设立及撤销此类担保须承担哪些税费？

设立自愿抵押时，须订立一份公开契约，并在土地登记处对此进行登记。1989年11月17日1427号皇家法令规定了对担保的设立、登记及撤销所征收的税费事宜。

14.公共/税务部门的债权是否会被赋予最惠待遇？公共/税务部门对财产的债权是否能够优先于该财产抵押受让方第一顺序的贷款人？

根据《破产法案》第91条规定，公共/税务机关的债权享有一般优先待遇。经（自愿的或法定的）抵押担保的债权，无论是针对动产还是不动产，皆享有优先待遇（见《破产法案》第90条第1款规定）。应针对财产、货物和赋予的有关权益做出优先债权偿付行为（见《破产法案》第155条第1款规定）。

---

1. 本章撰写者为乔奎姆·萨拉特（Joaquim Sarrate）博士，海德堡大学法学硕士，西班牙巴塞罗那PLUTA Abogados y Administradores Concursales律师事务所律师

参考文献

Altman, E., Resti, A., and Sironi, A. (2004) Default and Recovery Rates in Credit Risk Modelling: A Review of the Literature and Empirical Evidence. Economic Notes.

Altman, E., Resti, A., and Sironi, A. (2005) Loss Given Default: the next Challenge in Credit Risk Management. Risk Books.

Anson, M. and Hudson-Wilson, S. (2003) Should One Use Leverage in a Private Equity Real Estate Portfolio? The Journal of Portfolio Management, Special Issue.

Basel Committee on Banking Supervision (2001) The New Basel Capital Accord: an explanatory note.

Bank for International Settlements, Basel.

Basel Committee on Banking Supervision (2003a) Consultative Document, Overview of the New Basel

Capital Accord, Issued for comment by 31 July 2003. Bank for International Settlements, Basel.

Basel Committee on Banking Supervision (2003b) Overview of the New Basel Capital Accord. Bank for

International Settlements, Basel, p. 5.

Batey, D. L. (1996–1997) Hidden Costs and Benefits of Mezzanine Level Financing. North West Venture Group.

Baum, A. E. and Crosby, N. (2008) Property Investment Appraisal. Blackwell Publishing, London.

Brounen, D. and Eichholtz, P. M. A. (2001) Capital Structure Theory: Evidence from European property companies. Real Estate Economics, 29(4), 615–632.

Brueggeman, W. B. and Fisher, J. D. (2011) Real Estate Finance and

Investments, 14th edn. McGraw-

Hill/Irwin, New York.

Cummings, J. (2010) Real Estate Finance and Investment Manual, 9th edn. John Wiley & Sons, New York.

Cummings, J. R. and Epley, D. R. (2013) A National Profile of the Real Estate Industry and the Appraisal

Profession, Appraisal Journal, 81(2), 129–142.

Della Bella, C. (1996) I titoli azionari e natura del capitale di rischio. Egea, Milan, p. 160.

Dewar, J. (2011) International Project Finance – Law and Practice, 1st edn. Oxford University Press,

New York.

Esty, B.C. and Sesia, A. (2011) An Overview of Project Finance and Infrastructure Finance. Harvard

Business School – Finance Unit, Boston.

Fabozzi, F. J. (1995) The Handbook of Mortgage-Backed Securities. Il Probus Publishing, Chicago.

Fabozzi, F. J. and Dunlevy, J. (2001) Real Estate-Backed Securities. John Wiley & Sons, New York.

Fabozzi, F. J. and Nevitt, P. (2000) Project Financing. Euromoney Books, London.Fabozzi, F. J.,

Davis, H. A., and Choudhry, M. (2007) Introduction to Structured Finance. John Wiley & Sons,

New York.

Feng, Z., Ghosh, C., and Sirmans, C. F. (2007) On the Capital Structure of Real Estate Investment Trusts

(REITs). The Journal of Real Estate Finance and Economics, 34(1), 81–

105.

Forte, J. (2004) Mezzanine Finance: A Legal Background. Commercial Securitization for Real Estate

Lawyers, Chicago, p. 442.

Forti, D. W. and Stafford, T. A. (2002) Mezzanine Debt: Suggested Standard Form of Intercreditor

Agreement. CMBS World, CRE Finance World, February.

Gatti, S. (2013) Project Finance in Theory and Practice, 2nd edn. Academic Press, San Diego.

Geltner, D. M., Miller, N. G., Clayton, J., and Eichholtz, P. (2007) Commercial Real Estate Analysis and

Investments, 2nd edn. Thomson South-Western, Mason (OH), United States.

Hoesli, M. and Macgregor, B. D. (2000) Property Investment – Principles and Practice of Portfolio

Management. Pearson Longman, Harlow, UK.

Hoesli, M. and Morri, M. (2010) Investimento Immobiliare - Mercato, Valutazione, Rischio e Portofoglio.

Hoepli, Milano, Italia.

Hoffman, S. L. (2008) The Law and Business of International Project Finance, 3rd edn. Cambridge

University Press, New York.

Hull, J. C. (2012) Options, Futures and other Derivatives, 8th edn. Prentice Hall, Upper Saddle River

(NJ), United States.

Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976) Theory of the Firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. Journal of

Financial Economics, 3(4), 305–360.

Kahr, J. and Thomsett, M. C. (2005) Real Estate Market Valuation and Analysis. John Wiley & Sons,

New York.

Kolbe, P. T., Greer, G. E., and Rudner, H. G. (2003) Real Estate Finance: Theory & Practice. Dearborn

Real Estate.

Lancaster, K. J. (1966) A New Approach to Consumer Theory. The Journal of Political Economy, 74(2),

132–157.

Lynch, P. (2011) Financial Modelling for Project Finance, 2nd edn. Euromoney Books, London.

Miller, M. H. (1988) The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years. The Journal of Economic

Perspectives, 2(4), 99–120.

Modigliani, F. and Miller, M. (1958) The Cost of Capital, Corporate Finance, and Theory of Investment.

American Economic Review, 48(3), 261–297.

Morri, G. and Beretta, C. (2008) The Capital Structure Determinants of REITs. Is it a peculiar industry?

Journal of European Real Estate Research, 1(1), 6–57.

Morri, G. and Soffietti, F. (2013) Greenbuilding Sustainability and Market Premiums in Italy. Journal of

European Real Estate Research, 6(3), 303–332.

Morri, G. and Cristanziani, F. (2009) What determines the capital structure of real estate companies?

An analysis of the EPRA/NAREIT Europe Index. Journal of Property Investment & Finance, 27,

318–372.

Ooi, J. (1999) The Determinants of Capital Structure – Evidence on UK property companies. Journal of

Property Investment & Finance, 17(5), 464–480.

Reif, A. (2006) The Regulation on the Determination of the Mortgage Lending Value – Greater Safety in

Valuation for Mortgage Purposes. In Association of German Pfandbrief Banks, Real Estate Banking

2006. Berlin, pp. 41–46.

Resti, A. and Sironi, A. (2007) The Risk-weights in the New Basel Capital Accord: Lessons from bond

spreads based on a simple structural model. Journal of Financial Intermediation, 16(1), 64–90.

RICS (2012) RICS Valuation – Professional Standards 2012 (the Red Book), 8th edn. RICS, London.

Rosen, S. (1974) Hedonic Prices and Implicit Markets: Product Differentiation in Pure Competition. The

Journal of Political Economy, 82(1), 34–55.

Sabarwal, T. (2006) Common Structures of Asset-backed Securities and their Risks. Corporate Ownership

& Control, 4(1), 1–8.

Scarrett, D. (2010) Property Valuation: The Five Methods, 3nd edn. Routledge, Taylor & Francis,

London.

Schram, J. F. (2006) Real Estate Appraisal, 2nd edn. Rockwell

Publishing, Bellevue (WA), United States.

Stone, C. A. and Zissu, A. (2012) The Securitization Markets Handbook: Structures and Dynamics of

Mortgage- and Asset-Backed Securities, 2nd edn. John Wiley & Sons, New York.

The European Group of Valuers Associations (2009), European Valuation Standards, 6th edn. The European

Group of Valuers Associations, London.

Vinter, G. D. (1994) Project Finance, A legal guide. Sweet & Maxwell, London.

Valuation for Mortgage Purposes. In Association of German Pfandbrief Banks, Real Estate Banking

2006. Berlin, pp. 41–46.

Resti, A. and Sironi, A. (2007) The Risk-weights in the New Basel Capital Accord: Lessons from bond

spreads based on a simple structural model. Journal of Financial Intermediation, 16(1), 64–90.

RICS (2012) RICS Valuation – Professional Standards 2012 (the Red Book), 8th edn. RICS, London.

Rosen, S. (1974) Hedonic Prices and Implicit Markets: Product Differentiation in Pure Competition. The

Journal of Political Economy, 82(1), 34–55.

Sabarwal, T. (2006) Common Structures of Asset-backed Securities and their Risks. Corporate Ownership

& Control, 4(1), 1–8.

Scarrett, D. (2010) Property Valuation: The Five Methods, 3nd edn. Routledge, Taylor & Francis,

London.

Schram, J. F. (2006) Real Estate Appraisal, 2nd edn. Rockwell Publishing, Bellevue (WA), United States.

Stone, C. A. and Zissu, A. (2012) The Securitization Markets Handbook: Structures and Dynamics of

Mortgage- and Asset-Backed Securities, 2nd edn. John Wiley & Sons, New York.

The European Group of Valuers Associations (2009), European Valuation Standards, 6th edn. The European

Group of Valuers Associations, London.

Vinter, G. D. (1994) Project Finance, A legal guide. Sweet & Maxwell, London.

Warner, J. B. (1977) Bankruptcy Cost: Some evidence. Journal of Finance, 32, 337–347.

Watkins, D. E., Hartzell, D. J., and Egerter, D. A. (2003) Commercial Real Estate Mezzanine Finance:

Market opportunities. Real Estate Issues – American Society of Real Estate Counselors, 28(3),

34–46.

Willis J. R. and Clark D. A. (1989) An Introduction to Mezzanine Finance and Private Equity. Journal of

Applied Corporate Finance, 2(2), 77–86.

Wolpert, D. H. and Macready, W. G. (1997) No Free Lunch Theorems for Optimization. IEEE Transactions

on Evolutionary Computation, 1(1), 67–82.

Yescombe, E. R. (2002) Principles of Project Finance. Academic Press, San Diego.